

COMMUNICATION A JM CHEVALIER CGEMP

**LES
FLUCTUATIONS DES
PRIX DU PETROLE
ANALYSE
SOLUTIONS**

INFLUENCE DES PRODUITS DERIVES
AMELIORATIONS REGLEMENTAIRES
RECOMMANDATIONS

CHRISTIAN PLAETEVOET

**janvier
2010**

STABILISATION DES PRIX DU PÉTROLE

INTRODUCTION

La hausse des prix des matières premières, de façon globale a commencé à se faire sentir de façon significative à partir de 2005. Cette hausse était consécutive à la baisse généralisée antérieure qui avait conduit à une chute des investissements dans les secteurs miniers et énergétiques. La montée en puissance de l'économie chinoise en a été un des principaux moteurs mais il n'a pas été le seul.

Un peu d'intelligence de marché et des outils de gestion du risque de prix appropriés aurait sans doute permis d'en anticiper et donc d'en maîtriser de façon notable une part des effets. Mais si tant les ETATS UNIS que la CHINE se sont doté d'outils gérés politiquement destinés à contrôler au moins au plan national, et souvent au niveau mondial, les modalités de la formation du prix, l'EUROPE divisée sur la gestion de la POLITIQUE AGRICOLE COMMUNE a perdu, avec la fusion NYSE EURONEXT, la maîtrise limitée qu'elle conservait en vestige du passé sur les prix futurs. Les productions de la zone EURO dépendant directement ou indirectement pour leur valorisation sont ainsi soumises pour l'essentiel à des gestions et des données externes et éloignées de lieux de production. Pendant le même temps la Chine développait Dalian, Shanghai, Zhengzhou.

Pour aborder de façon quelque peu cohérente la problématique d'une démarche visant à la stabilisation des prix du pétrole il faut non seulement prendre en compte la position des principaux acteurs, et leur processus de valorisation, mais aussi les décisions politiques qui ont marqué l'histoire de ces marchés sous forme d'embargos divers et variés. Cette démarche ne peut en outre ignorer les conditions de mise en œuvre des investissements, de recherche, de production et leur mode de gestion et ainsi prendre en compte la façon dont les prix sont fixés sur divers horizons temporels

Dans ces buts, une revue succinctes des processus qui entraîné la flambée des prix pendant la période juillet 2007 – juin 2008 permettra de mieux cerner les enjeux.

Une démarche réglementaire visant un objectif de stabilité, ne peut négliger aucun de ces facteurs, mais leur mise en œuvre cohérente demande un niveau de concertation, jamais développé à l'échelle internationale et une volonté régionale appuyée sur des analyses solides et documentées.

Le sujet à une envergure telle que la compétence d'un individu seul ne peut l'embrasser et présenter tous les moyens de peser sur une amélioration de la gestion de la filière. Les intérêts en jeu sont tels et les opérateurs du secteur ont concentré de tels poids économiques que la seule modification des modes de gestion ou des processus de valorisation représente déjà une tâche d'importance.

L'objet de cette communication se doit donc pour être efficient de limiter son objet à deux domaines la structure de l'offre de pétrole et les positionnements relatifs

des principaux fournisseurs complété par la description de l'évolution des processus en œuvre dans la valorisation.

A partir de ces données le second volet sera de tenter de définir des démarches propres à avoir une action sur le niveau des prix, et sur une gestion éventuelle de la volatilité induite par les composantes intervenant dans la formation des prix.

COMPOSANTES DE L'OFFRE

Les données de l'INTERNATIONAL ENERGY AGENCY chiffres 2007 publication de 2009 placent les niveaux de dépendance énergétique tant sur le plan de l'approvisionnement en pétrole brut que pour celui des produits selon les tableaux ci après.

Producers	Mt	% of world total
Saudi Arabia	509	12.9
Russian Federation	485	12.3
United States	300	7.6
Islamic Rep. of Iran	214	5.4
People's Rep. of China	190	4.8
Mexico	159	4.0
Canada	155	3.9
Kuwait	145	3.7
Venezuela	137	3.5
United Arab Emirates	136	3.5
Rest of the world	1 511	38.4
World	3 941	100.0

2008 data

Net exporters	Mt
Saudi Arabia	339
Russian Federation	256
Islamic Rep. of Iran	130
Nigeria	112
United Arab Emirates	105
Norway	97
Mexico	89
Angola	83
Kuwait	82
Iraq	81
Others	583
Total	1 957

2007 data

Net importers	Mt
United States	573
Japan	206
People's Rep. of China	159
India	122
Korea	118
Germany	106
Italy	94
France	81
Spain	59
Netherlands	58
Others	515
Total	2 091

2007 data

**Includes crude oil, NGL, feedstocks, additives and other hydrocarbons.*

Producers	Mt	% of world total
United States	836	21.9
People's Rep. of China	316	8.3
Russian Federation	224	5.9
Japan	198	5.2
India	157	4.1
Korea	123	3.2
Germany	118	3.1
Canada	103	2.7
Italy	101	2.6
Saudi Arabia	96	2.5
Rest of the world	1 550	40.5
World	3 822	100.0

2007 data

Net exporters	Mt
Russian Federation	96
Saudi Arabia	48
Kuwait	35
Venezuela	29
Italy	17
Algeria	17
India	17
Korea	15
Belarus	13
Norway	12
Others	118
Total*	417

2007 data

Net importers	Mt
United States	34
Japan	29
People's Rep. of China	24
Spain	20
Mexico	19
Hong Kong (China)	16
Indonesia	14
Vietnam	13
Iraq	11
France	10
Others	174
Total*	364

2007 data

*The discrepancy between total net exports and total net imports arises from different data sources and possible misallocation of bunkers into exports for some countries.

Toutefois cette information elle ne me fait pas ressortir diverses dépendances comme celle de l'Iran en matière de produits raffinés ou celle des Emirats en ce qui concerne les fuels marine.

Les origines comportent nombre de pays potentiellement politiquement instables de manière traditionnelle : IRAN; ANGOLA, NIGERIA, ou qui ont connus diverses périodes d'instabilité plus ou moins longues IRAK, RUSSIE, VENEZUELA, KOWEIT ou enfin qui connaissent des potentiels significatifs d'instabilité politique INDONESIE, ARABIE SAOUDITE-YEMEN, EMIRATS, notamment en raison d'une structure de population résidente qui comporte en raison de l'importance de l'immigration des potentiels de déséquilibres à prendre en considération.

A ce stade donc les données politiques conduisent à une instabilité structurelle de l'offre et donc à la récurrence potentielle de périodes de tension sur les prix issus d'une évolution politique ou sociale.

Le poids des besoins face à une instabilité récurrente de l'offre n'a de fait qu'un seul type de palliatif possible et qui est la constitution de stocks de précaution.

Cet aspect est pris en compte en FRANCE et en EUROPE sous forme de stockage obligatoire imposés aux opérateurs.

En raison des coûts de portage que représentent ces obligations, divers montages financiers sont en place et modifient de fait les composantes : propriété et

détention en les scindant. Parfois.

Ces obligations ne sont d'ailleurs pas matérialisées de façons identiques selon les pays

La CHINE a mis en œuvre une politique d'investissements massifs dans le domaine des capacités de stockage avec comme objectif de passer de 15 jours à trois mois de stockage de réserve et cette démarche a et va nécessairement influencer sur les prix.

Les capacités de stockage auraient progressées déjà de 400000 bbl/jours entre novembre 2008 et mars 2009 d'autres sources parlent d'un accroissement de 28 millions bbl et citent des projet de stockage sous terrain démentis par d'autres.

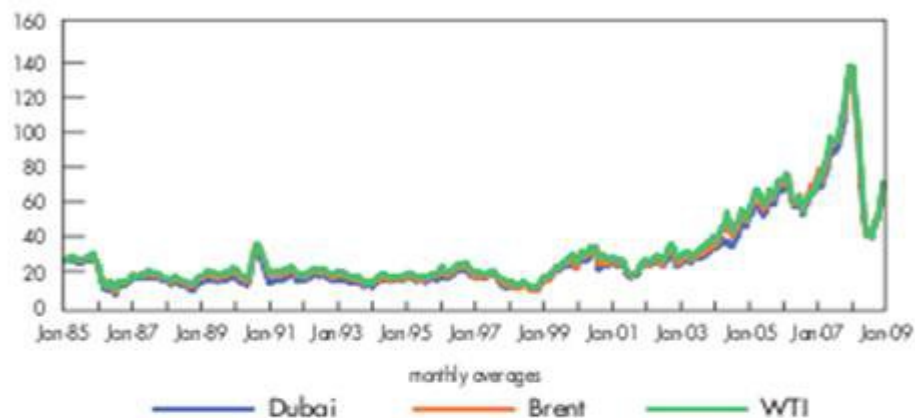
Des phénomènes similaires sont intervenus en INDE mais ceux-ci sont moins pris en compte dans les données de marché (investissement géant de Reliance).

Les données résumées ci-après de l'évolution des prix font apparaître de façon claire l'incidence de l'instabilité politique sur l'évolution des prix qui a certaines périodes en constitue une composante majeure. Cette influence n'est toutefois dominante que sur de brèves durées avec un retour rapide à un équilibre sur des durées plus significatives.

Néanmoins les périodes de tensions ont toujours eu un impact macro-économique majeur qui en général est toujours sous estimé et dépasse les conséquences directes de la modification du niveau de prix pour influencer sur les équilibres globaux des échanges internationaux.

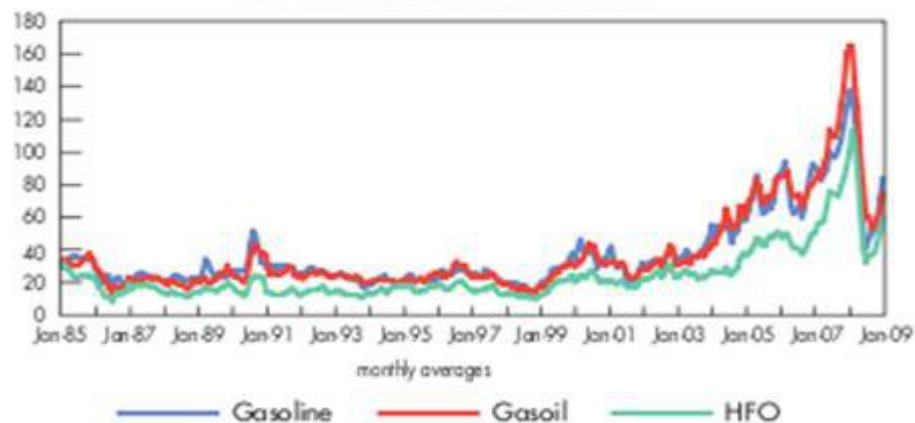
Crude Oil

Key crude oil spot prices
in US dollars/barrel



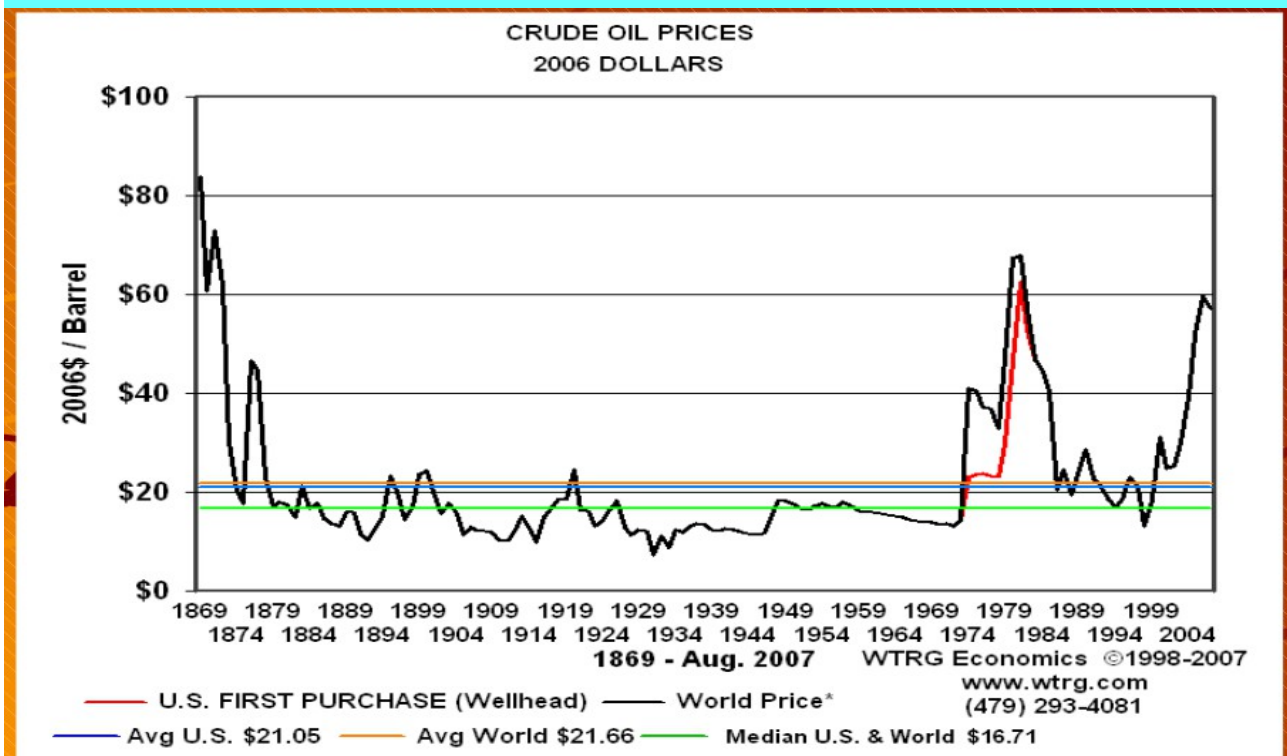
Petroleum Products

Rotterdam oil product spot prices
in US dollars/barrel



En données déflatées toutefois les incidences des tensions résultant de la raréfaction politique de l'offre apparaissent nettement plus significatives pour les crises majeures des années 1970 et leurs conséquence macro économiques. Ainsi avec des prix très inférieurs aux niveaux 2007/2008 les effets déflationnistes ont été sur cette période considérables avec un temps de récupération très long pour les pays importateurs qui ont du adapter leur économie à un nouveau rapport avec l'énergie et plus généralement sur la détention ou le contrôle de ressources énergétiques ou minérales.

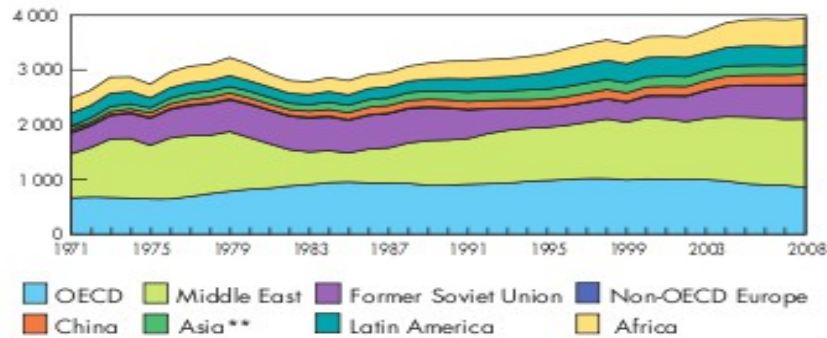
La situation actuelle combine à la hausse des prix du pétrole, des déséquilibres dans les parités monétaires bien plus significatifs que par le passé et dont les conséquences ne peuvent que complexifier les processus de redressement observés antérieurement. Ceci intègre une structure de prix dont les composantes de valeur sont modifiées par rapport à une situation économique plus classique par des acteurs non directement liés au secteur pétrolier.



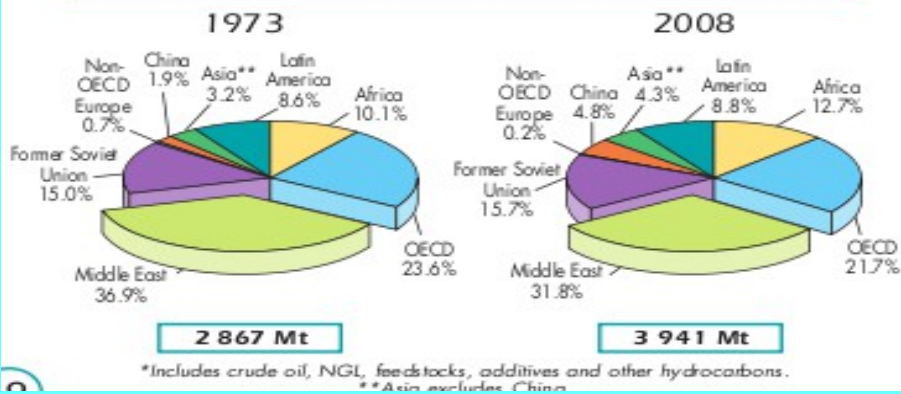
Si l'on se place à présent sur le plan de l'évolution des productions les courbes ci après font apparaître une modification structurelle majeure. En effet l'accroissement de la production du Moyen Orient ne parvient pas à compenser la baisse OCDE, la croissance de l'offre venant principalement d'AFRIQUE et d'AMERIQUE LATINE, c'est un phénomène de diversification géographique majeur qui n'est que peu commenté.

Crude Oil Production

Evolution from 1971 to 2008 of crude oil* production by region (Mt)

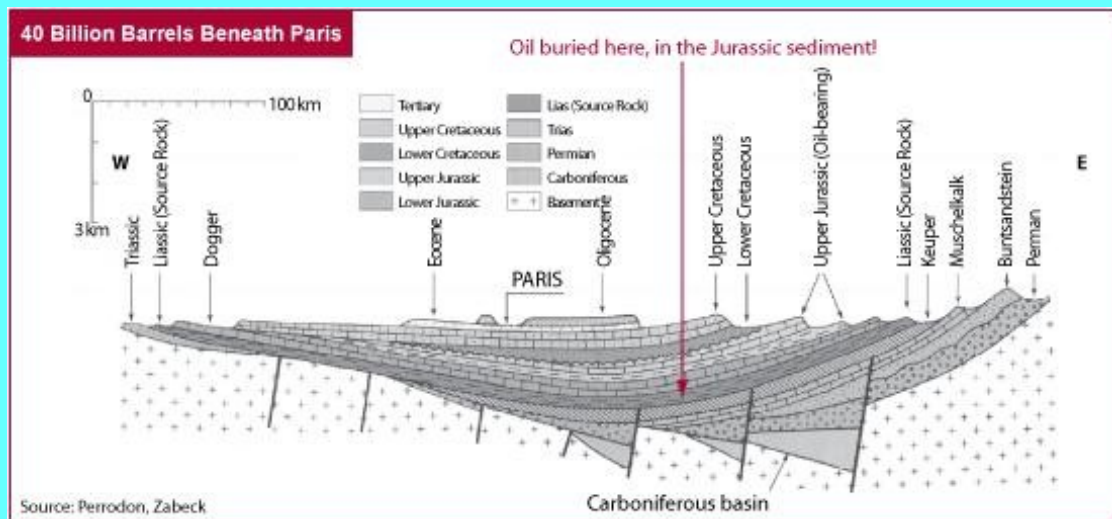


1973 and 2008 regional shares of crude oil* production



Enfin de façon toute récente un site économique chinois fait état d'une découverte majeure par une société texane d'un gisement géant sous le bassin parisien. Cette information qui mérite quelques confirmations et précisions opérationnelles et réglementaires fait le pendant des récentes découvertes brésiliennes dans l'off shore profond.

Elle implique qu'il convient de se montrer très prudent dans les évaluations des réserves disponibles et dans les capacités implicites issues des évolutions techniques qui peuvent affecter l'offre et la demande dans le domaine énergétique.



MODALITES DE FORMATION DES PRIX

Dans le domaine des matières premières les principales modalités de formation des prix recouvrent quatre types de processus que l'on retrouve presque tous rassemblés sur les marchés du pétrole et qui en font à la fois leur efficacité globale, et leur opacité.

Le prix, ce moteur censé mesurer de la disponibilité du produit en regard de la demande exprimée fonctionne selon les usages, l'histoire, la disponibilité et les circonstances économiques ou politiques de façons différentes selon trois moteurs principaux le niveau de contrôle de la disponibilité par les producteurs, les pouvoirs de pression des consommateurs, et la capacité de substitution de tout ou partie de ses usages de façon plus ou moins brutale.

Quatre modes d'établissement des prix dont les composantes sont à la fois historiques et politiques peuvent être distingués:

1. les marchés de gré à gré
2. les contrats de fourniture annuels ou pluriannuels
3. les cotations sur marchés à terme
4. les métaux précieux ont une place à part et selon le cas sont

considérés comme de la quasi monnaie ou sont traités en gré à gré.

Au cours des 70 dernières années on a pu constater que les pertes de pouvoir progressives des puissances coloniales ont eu pour effet de faire évoluer le mode de valorisation des matières premières de contrats longs termes vers des cotations plus courtes concentrées sur le mois, la semaine, la journée, voire avec le développement des transactions automatisées et des capacités de traitements de l'informatique la microseconde.

1 1- LA VALORISATION SUR MERCURIALES (informations publiées sur les opérations de Gré à Gré ?) *

Il s'agit de la façon la plus traditionnelle de fixer les prix puisque la base porte sur des opérations individuelles de gré à gré entre des professionnels. Pour les

produits les plus répandus, des informations sur les transactions sont recueillies par des journalistes spécialisés qui publient en général des fourchettes de prix de façon périodique, journalière, hebdomadaire, mensuelle.

Les informations sont souvent très localisées géographiquement à une place d'exportation ou de production. Il s'agit dans tout les cas d'une information non exhaustive et recueillie a posteriori.

Dans le cas du pétrole PLATT'S du groupe MAC GRAWHILL tient le haut du pavé mais avec l'annonce de la modification de ses références de prix par l'ARABIE SAOUDITE l'Argus Sour Crude Index vient d'obtenir droit de cité. Il s'agit d'un index portant sur du pétrole à haute teneur en soufre produit dans le Golfe du Mexique..Ceci revient de facto à une hausse des prix auparavant affectée par la pression sur la référence WTI en raison de l'importance des stocks disponibles au terminal de Cushing.

La pertinence des informations publiées et la rigueur appliquée à leurs diverses collectes des prix pratiqués ont généré progressivement un niveau élevé de confiance. (GOLDMAN SACHS a vu son intervention suspendue dans les séances de consultation quotidiennes par PLATT'S pendant une période non précisée car soupçonné d'en influencer l'évolution et la détermination des prix)

Les publications sont ainsi devenues des références reconnues dont les professionnels se servent pour fixer les termes contractuels de leurs opérations. L'existence d'une référence ainsi largement acceptée permet de fixer des prix dans le futur en fixant simplement une date d'exécution ou d'échéance et une référence de publication.

C'est aussi à partir de ces informations que certains intermédiaires financiers ont offert des services de couverture de prix OTC (Over The Counter c'est à dire de gré à gré). Toutefois cette faculté ne s'est uniquement développée que lorsque les opérateurs financiers peuvent trouver des moyens de limiter leurs risques de valeur. Ils utilisent pour ce faire des couvertures sur des marchés à terme en leur transférant une part prépondérante des risques sur les prix. Ce faisant ils rendent ces marchés moins efficaces et surtout moins transparents, une large part des opérations leur échappant.

Les intermédiaires financiers jouent ainsi un rôle comparable aux négociants mais sans prendre en charge la gestion physique de la marchandise et ne conservant ainsi que des risques résiduels portant majoritairement sur des degrés de qualité ou des différentiels de localisation qui ne les affecteront que si leur client est défaillant.

L'analyse détaillée des comptes d'ENRON pendant la période 1999-2001, fait ressortir delà des divers commentaires sur sa déconfiture, le fait que l'entreprise avait en général adossé ses engagements en volume, mais avec de considérables différences temporelles. C'est ce qui a, en raison des événements du 11 septembre 2001, fait échouer le redressement de la situation et notamment la reprise par DYNERGY.

L'entreprise avait par le biais de ses couvertures en gré à gré négligé le facteur liquidité implicite en cas de retournement de marché.

C'est l'assimilation, que l'on peut qualifier d'abusives car sans coûts et risques équivalents associés, des couvertures de prix de gré à gré financières à la garantie de prix offerte par les marchés à terme régulés et liquides, qui conduit à des distorsions d'information. Ces garanties données sans protection contre le risque de contrepartie et sans le support d'un mécanisme de sauvegarde assurant la cohérence entre les prix de l'actif et la cotation à terme représentative de l'état du marché. Ces prix issues d'un contrat privé entre deux contractants comporte en effet des risques non

couverts et notamment celui d'une valorisation pouvant être contrôlée par une des parties aux dépens de l'autre,. C'est en outre un des facteurs qui ont joué un rôle comme amplificateurs majeurs de la crise sur les marchés financiers avec notamment dans la quasi faillite d'AIG.

Les autorités de tutelles des banques s'orientent malgré de nombreuses et très fortes résistances vers une réintégration partielle de ces opérations sur des marchés régulés en portant notamment le dénouement de ces échanges sur des chambres de compensation afin d'atténuer le risque de contrepartie.

On peut déplorer que dans les options négociées actuellement le risque de valorisation et ses conséquences macro économiques ne soient pas réellement pris en compte notamment en raison de ses impacts sur les pouvoirs d'achat. Ceci revient à transférer aux gouvernants un risque économique fort ou à allouer à certains opérateurs une garantie non rémunéré de différentiel et de marge sur la valeur des matières premières dont la charge est supportée par les autres acteurs économiques.

.1 2- LA VALORISATION CONTRACTUELLE

Elle est utilisée actuellement principalement pour les transactions sur minerais métaux et alliages ferreux mais fut avant 1973 un de processus majeur de fixation des prix entre les pays producteurs et les compagnies pétrolières. Ce processus de fixation de prix s'explique par la relation traditionnelle avec la vie des produits qui sont utilisés majoritairement dans les domaines des infrastructures et les constructions lourdes : chantiers navals, immeubles, transports terrestres et donc à durées longues.

Elle peut être vue comme la subsistance, malgré les modifications économiques issues de la disparition des empires coloniaux, de processus d'intégration verticale. Elle a été illustrée pendant des décennies par les négociations annuelles de prix entre sidérurgistes japonais et les groupes miniers australiens qui servaient comme des références quasi mondiales.

Les observations du passé nous offrent dans ce mode de fixation du prix des évolutions très liées aux cycles économiques. Dans les périodes de récession des schémas de vente à perte liés aux coûts industriels des arrêts et des reprises de productions étaient de tradition courante. Ce système de valorisation est en outre en raison de la durée de vie des contrats très exposé aux évolutions relatives des monnaies et aux politiques sociales, d'investissement, de financements d'exportations qui vont affecter les marges industrielles.

Les variations annuelles de ces fixations de prix sont ont été à certaines périodes atténuée par des clauses annexes permettant des révisions intermédiaires des prix, sur la base d'informations économiques (évolution des prix industriels, ou à la consommation) ou commerciales (prix net back ou sur indices publiés).

Le coût d'adaptation se traduit pratiquement par des décrochements dans une tendance longue avec de forts effets de rattrapage (quadruplement des prix en 1973, triplement en 1979 avec sextuplement en pointe).

Apparaît ici de façon simple les phénomènes de transfert de ressources et le décalage temporel de flux financiers que génèrent ce type de contrats ce qui plaide pour leur disparition probable en cas de recherche de gestion économique plus précise sur les marchés où la formule est encore utilisée . A contrario dans les périodes de stabilité

économique il se révèle plus efficient et moins coûteux en frais de gestion et notamment ceux liés à la gestion de la couverture de prix.

.2 3 - LES MARCHES A TERME OU FORWARD

La cotation sur marché à terme a pour objectif principal de permettre de gérer la fonction temps dans l'élaboration du prix ainsi que de donner à ce prix une valeur universelle et identique pour tous les opérateurs contrairement aux autres valorisations basées sur des relations bilatérales. Cela permet notamment de limiter l'avantage économique lié à l'information détenue exclusivement par certains opérateurs aux dépens des autres. En outre ces marchés offrent une garantie d'exécution qui élimine le risque de contrepartie. Le caractère normalement consensuel du processus de fixation du prix lui confère une visibilité et une force que ne possèdent pas les autres processus.

Le principe de base de l'utilisation du marché à terme pour un acteur détenant, produisant, ou échangeant de la marchandise consiste à réaliser une opération provisoire et immédiate de revente sur le marché dit papier (marché à terme) afin d'en fixer le prix lorsqu'il procède à son acquisition physique en vue d'une livraison ultérieure, et inversement d'acheter le papier quand il revend la marchandise effective. La première opération qui peut être un achat ou une vente est annulée ultérieurement par l'opération inverse.

Cette technique permet ainsi d'annuler le risque portant sur le prix pour des opérations comportant un décalage d'exécution dans le temps et est indispensable aux produits connaissant des variations de valorisation fréquentes.

Pour garantir l'exécution des transactions, les marchés à termes se protègent en exigeant des intervenants qu'ils provisionnent leurs pertes potentielles. Les opérateurs bénéficient pour cela de financements fournis par les banques.

Lorsque les fluctuations de valeurs des produits se sont accélérées et amplifiées en 2007-2008, les appels en garantie (prévision pour pertes potentielles) des marchés sont devenus très importants.

Certains opérateurs physiques n'ont alors plus eu le temps ni la surface financière pour négocier avec les banques les financements nécessaires de ces appels en garantie. Ils ont été de ce fait contraints de fermer leur protection en matière de prix et ont été de fait exclus du marché et souvent contraints à la faillite, donnant encore plus de poids aux acteurs financiers sur ces marchés. A titre d'illustration de ces disfonctionnements, une entreprise presque bi centenaire et acteur majeur sur le marché du coton a disparu plusieurs autres ont abandonné l'activité

.3 4- LES METAUX PRECIEUX

Ils se comportent en fait le plus souvent comme de quasi monnaie avec

deux systèmes de valorisations concurrents, le gré à gré du LONDON BULLION MARKET, complété par des marchés à termes nombreux à vocation souvent nationale (USA, INDE, JAPON, EMIRATS, BRESIL...).

Le BULLION est en fait un quasi marché des changes avec des dépositaires spécialisés dans la gestion des stocks d'or qui servent de support aux transactions. Ceci permet lors d'une transaction de ne procéder le plus souvent qu'à de mouvements d'écritures comptables en mouvementant un compte monnaie et un compte or, argent ou platine.

Le marché est complété par un système de prêts et emprunts de métal qui fonctionne comme le marché des reports sur les valeurs mobilières. Les détenteurs de métal, les banques dépositaires actives sur le BULLION et les banques centrales à partir de leurs réserves d'or les mettent à disposition des autres acteurs pour une certaine période contre rémunération à des taux en général inférieurs à ceux des marchés de devises. Ces pratiques associées à des jeux d'écritures et très peu de transferts de métal physique offrent un marché très actif et liquide animé par des organismes de très grand standing.

La hausse considérable des cours de l'or constatée est à mettre au crédit de quatre phénomènes principaux agissant dans le même sens:

1. La réduction de ventes immédiates à des fins de financements par les producteurs d'or d'importants volumes de métal. Ces ventes ne portent pas sur de la marchandise disponible mais sur l'anticipation des productions futures des mines et livrables sur des échéances allant jusqu'à dix et quinze ans,
2. la recherche de valeurs refuges traditionnelles par les épargnants individuels ou collectifs pour se protéger de l'inflation; ou des risques de valeur que comportent toujours des actifs financiers ou monétaires
3. les opérations de "volatility trade", c'est à dire d'achats ventes très nombreux sur de courtes durées pour profiter des différences de prix entre plusieurs échéances et ou marchés. Cette activité surtout quand elle est réalisée de façon automatique par programmes informatiques accroît la fréquence et l'importance des variations de prix et peut peser sur la tendance. Orientées à la hausse par les autres phénomènes de recherche de sécurité et de crainte de pénurie la tendance haussière a été ainsi fortement amplifiée.
4. le développement considérable des INDEX et ETF (ECHANGE TRADED FUNDS).

Les premiers consistent à représenter par l'achat de contrats marchandise sur les marchés à terme, un portefeuille de diverses matières premières réparties selon des pourcentages fixes ou ne changeant que de façon minimales et justifiée par des choix de représentativité économique ou des objectifs de gestion. Ils sont utilisés dans les portefeuilles d'organisme d'épargne collectif et servent à représenter une affectation des risques aux fluctuations des matières premières.

Les seconds sont des véhicules cotés investis en contrat à terme de matières premières et qui sont gérés de façon à fournir à la fois un placement liquide matière première et un rendement sans les contraintes et les coûts liées à la détention des marchandises.

DONNEES EXPLICATIVES DES PROCESSUS EN OEUVRE EN 2007.- 2008

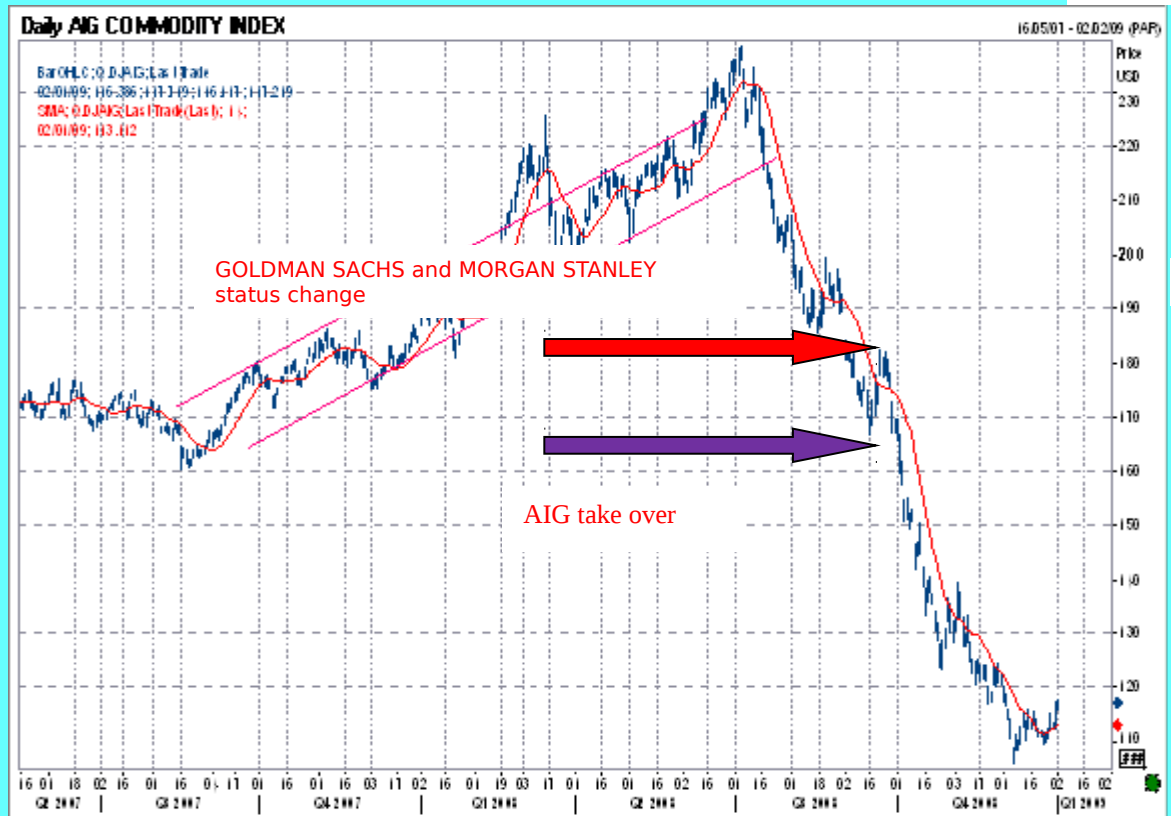
Par le biais d'études à vocation de prévention des risques sur le marchés de matières première et donc sans objectifs macro économique, mais développées afin de maîtriser les risques de gestion et d'exécution pour les financement sur matières premières, j'observé dans la période de janvier 2007 à décembre 2009 une nette modification dans le comportement des marchés de termes et dans la façon dont ces dernier réagissent à des informations de type économique (modifications climatique, modification des modes de culture et des niveaux d'emblavements, accident sur un champ pétrolier, modification des positions des intervenants etc.) ou de type financier (PIB, chômage, prix de gros, liquidité, taux d'intérêts).

Afin de bien assoir mes conclusions je vais ci après évoquer de façon succincte diverses phases des phénomènes observés à partir de cette approche basée sur l'observation des modifications de tendances et le transfert de déséquilibre régionaux.

1 1- IMAGE DE LA TENDANCE GENERALE

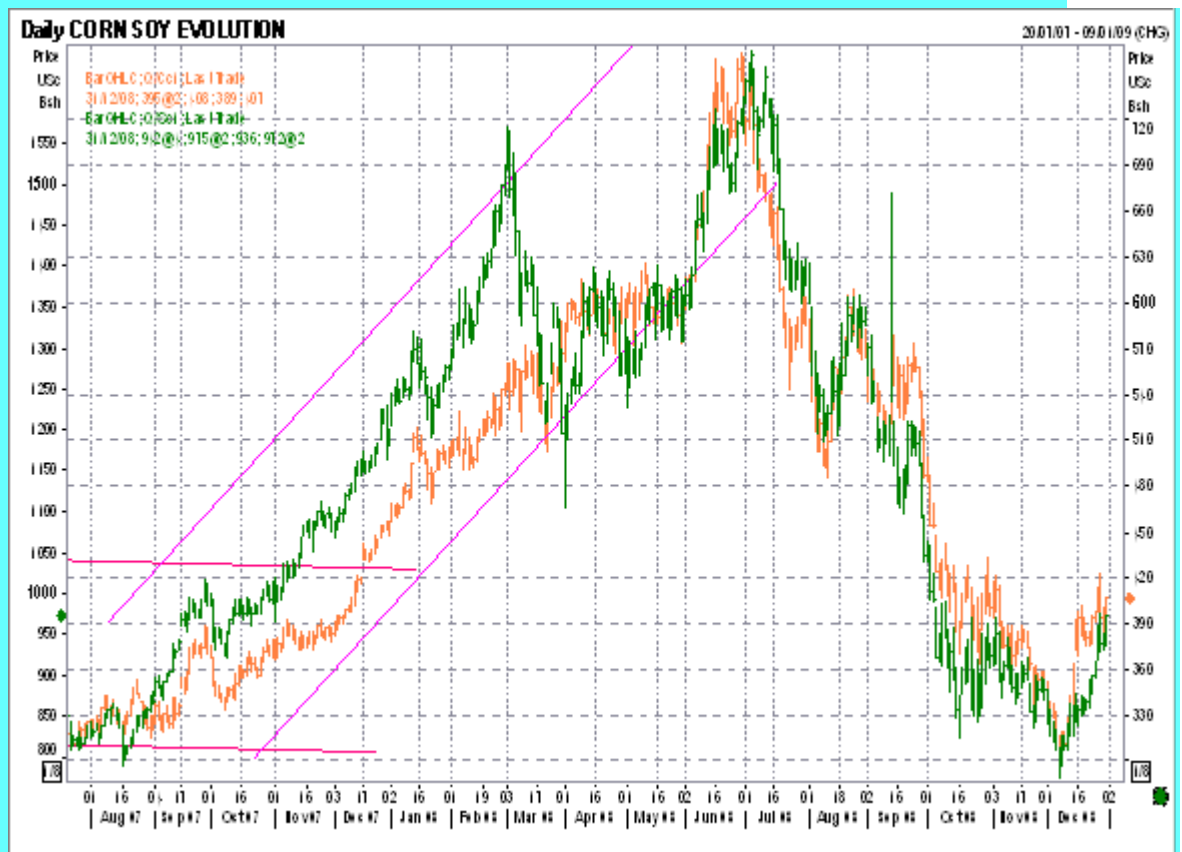


Sur le graphique ci-dessus apparaît matérialisé par deux canaux d'une part la tendance générale des marchés de matières premières donc basée sur la progression de la demande observé de façon indiscutable depuis 2004 et d'autre part l'accélération des prix initiée au deuxième trimestre 2007 sur une sévère inversion de la tendance fondamentale.



Sur le graphique ci-dessus je fais apparaître les impacts d'événements financiers majeurs sur les prix des matières premières alors qu'il n'y a aucun lien direct entre les deux secteurs.

Sur le graphique suivant qui porte sur le soja et le maïs apparaissent certains des aspects de la liaison formelle qui s'est instituée entre les deux produits alors que précédemment le maïs était en relation directe avec les coûts de l'énergie et le soja avec la demande d'aliment du bétail en CHINE

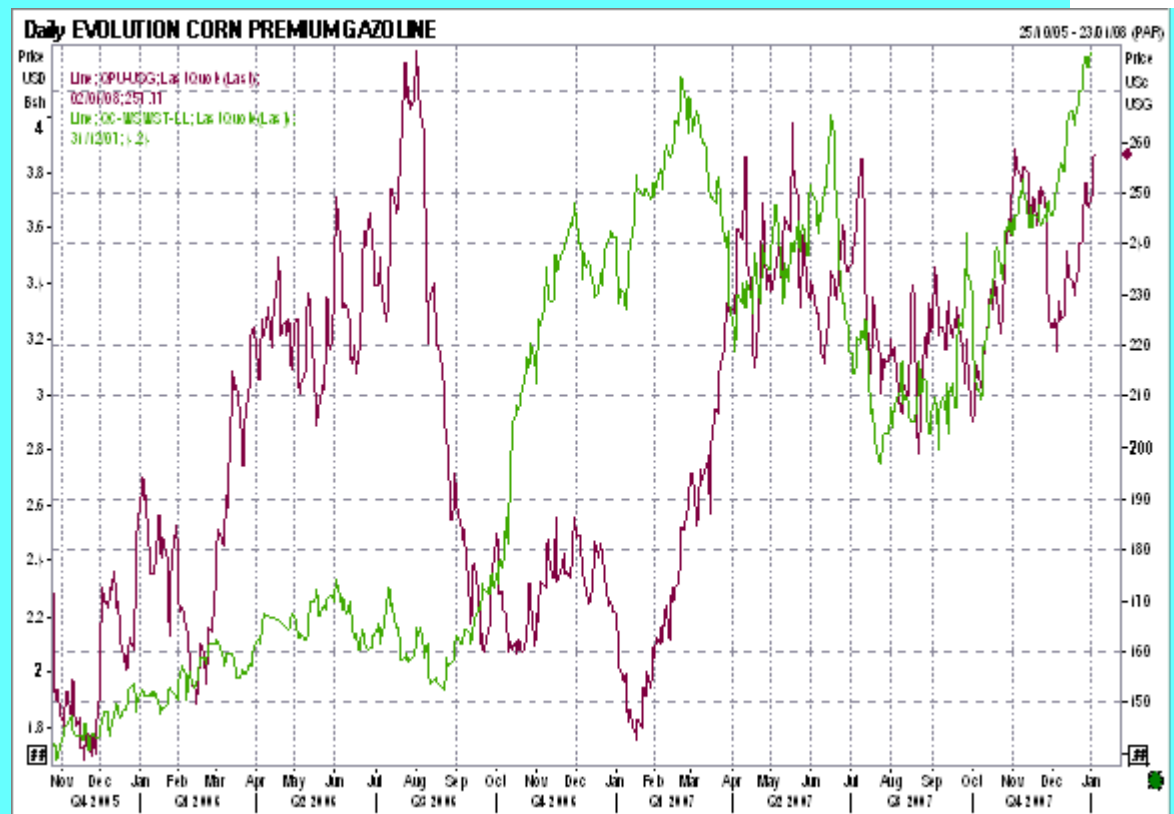


Les graphiques suivants en donnent des illustrations de la liaison qui a été instituée au moment de la phase de hausse des prix du pétrole entre le sucre et l'essence et de façon identique entre le maïs source de la production d'alcool aux USA et l'essence.



Ces éléments mettent en évidence les modifications que des données économiques nouvelles introduisent dans les relations de prix entre diverses matières premières lorsque de nouveaux besoins ou des facteurs de substitution sont pris en compte par les intervenants.

Elles impliquent des modifications dans la structure et l'origine des opérateurs qui sont actifs sur le produit.



Il s'agit d'un des premiers éléments révélateurs d'une modification dans la découverte des prix sur les marchés de marchandises. Donc les canaux par lesquels les prix se forment avaient été modifiés,

Savoir dans quelle mesure et à partir de quels phénomènes cette évolution a été générée et quelles autres modifications de ce type pouvaient être identifiées a constitué le second volet de la démarche.

La répartition des choix possibles est relativement limitée soit il s'agit de données liés à des composantes intrinsèques de la disponibilité du produit, soit des composantes liées à des évolutions de parités monétaires soit les modifications résultent de composantes dans la structure des intervenants sur le marché et interfèrent sur les données antérieures.

Le graphique ci dessus qui porte sur la liaison entre les cours du blé et la parité dollar/euro démontre que la liaison avec la monnaie existe, mais que les données fondamentales du produits lorsqu'elles sont suffisamment significatives finissent par reprendre la prééminence.

Cette liaison est encore plus évidente entre les cours du sucre et la parité dollars-real, avec les mêmes réactions lorsque les composantes du marché sont modifiées

avec par exemple la baisse de production indienne qui fait passer le pays d'une position d'exportateur majeur à celle d'importateur important.



J'ai mis en évidence les liaisons économiques intrinsèques qui modifient la structure des évolutions de prix, le dernier volet portant donc sur les composantes financières de l'environnement contractuel.

Cette approche du problème comporte deux aspects l'un que l'on peut considérer comme directement liés aux décisions exceptionnelles successives en matière de gestion économique prises par les autorités monétaires et les gouvernements et l'autre résultant de la fuite devant le risque estimé affectant produits et actifs financiers. Cet arbitrage était majoritairement dérivé de la crise immobilière et de la crise de confiance et donc de liquidité touchant les relations entre acteurs financiers.

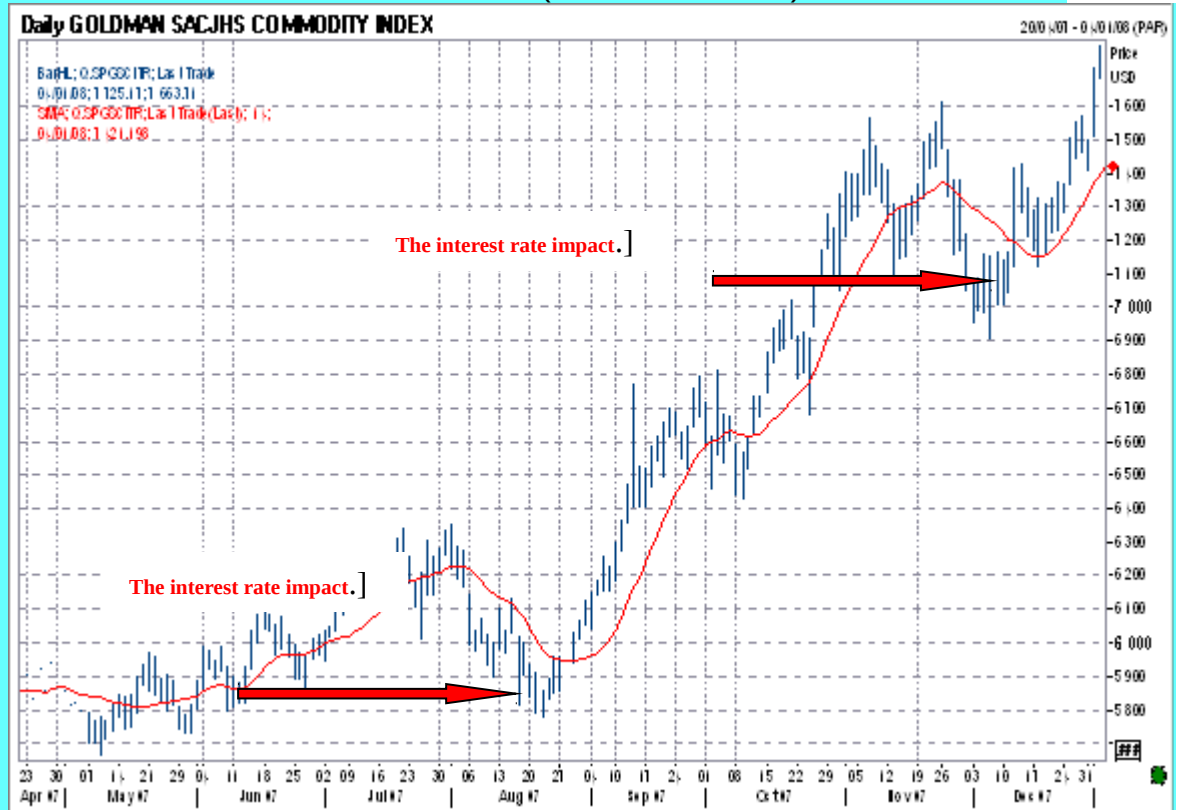
La liaison dans la période juillet 2007 - juin 2008 entre les décisions de la FED en matière de taux et de soutien à la liquidité est mise en évidence par une réaction similaire observée sur tous les marchés de matières premières cotés aux USA suivant les mesures successives de baisse de taux et de soutien au système financier US qui s'est close le 15 septembre 2008 avec la faillite de LEHMAN BROTHERS ;

Cet effet est tellement majeur qu'il apparaît même sur des informations dérivées des marchés de matières premières ; les indices ainsi que le montre le graphique ci après portant sur l'indice GOLDMAN SACHS

Cette liaison a été permanente au point qu'il m'était possible de prévoir l'évolution de la courbe des matières premières cotées aux USA d'un trimestre sur l'autre.

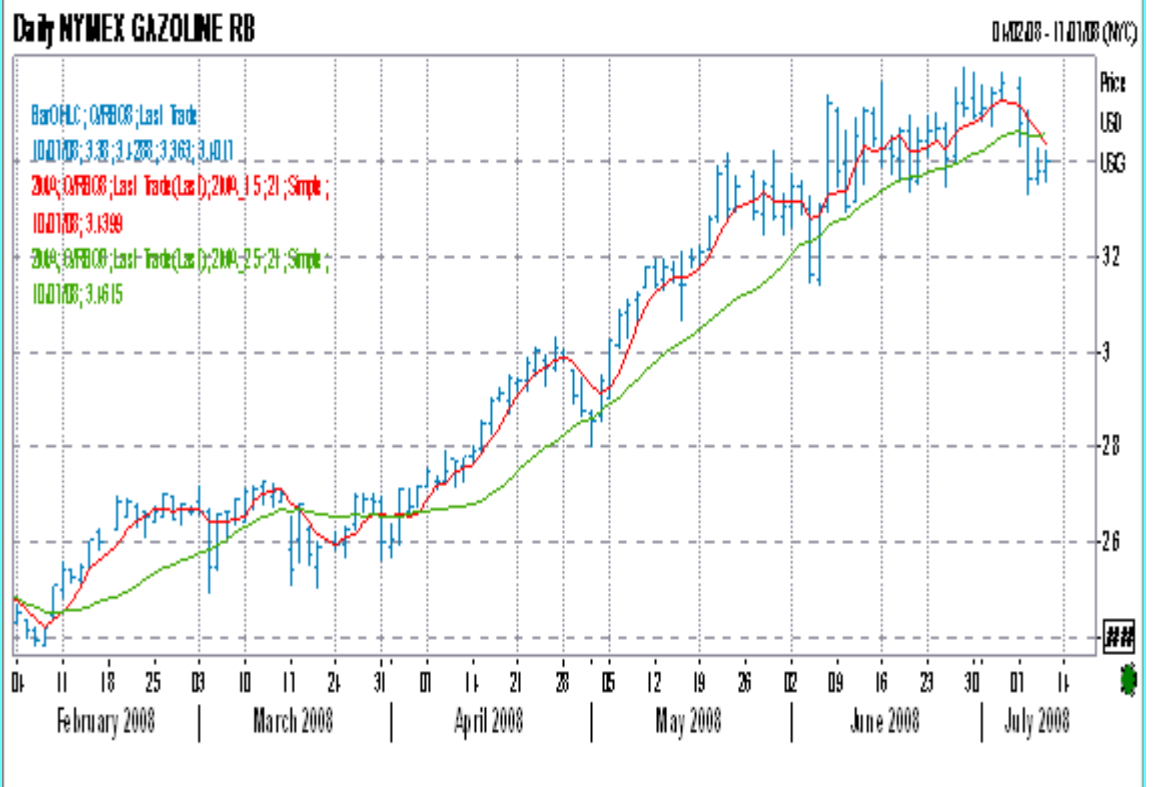
Si l'on considère les marchés étrangers, le phénomène y était selon les cas répercuté avec un plus ou moins grand décalage temporel, ou sur les marchés chinois et indiens complètement ou partiellement annihilés soit par le jeu des stocks stratégiques (Chine) soit par celui de la clôture autoritaire des marchés à terme de produits agricoles

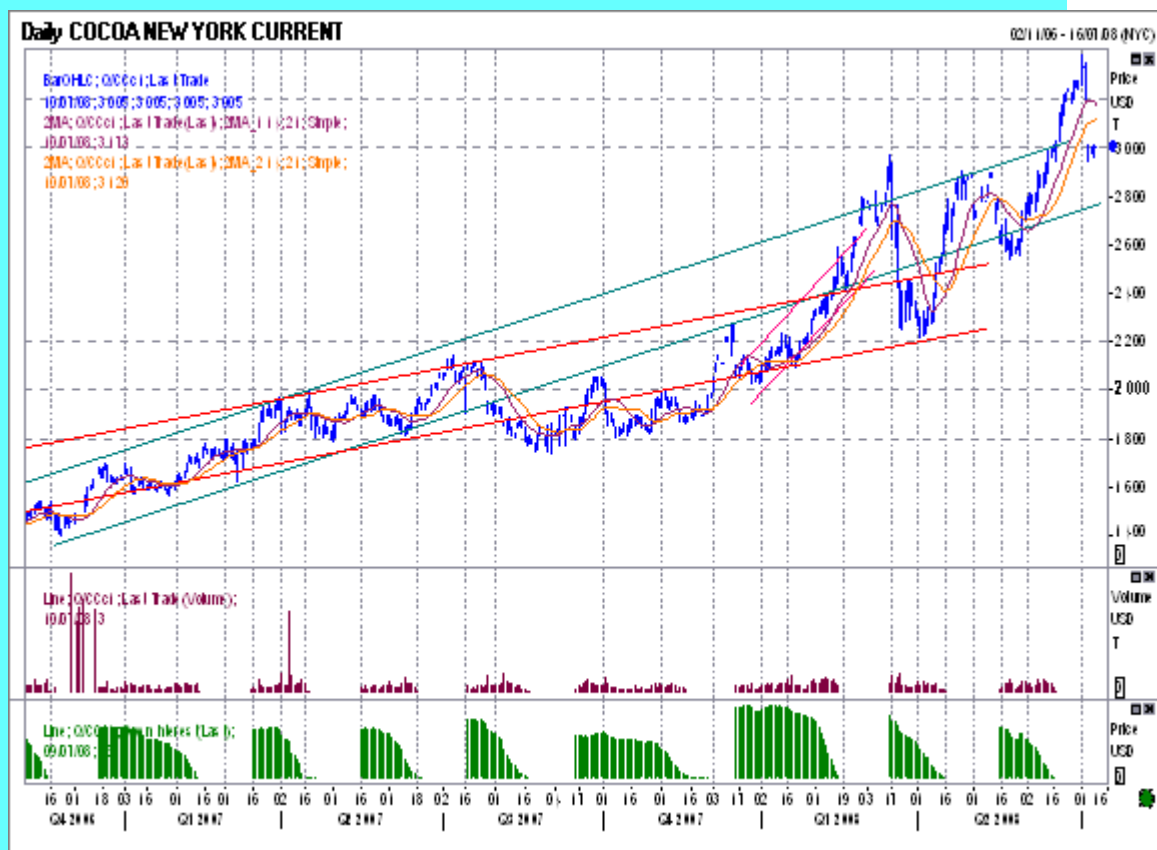
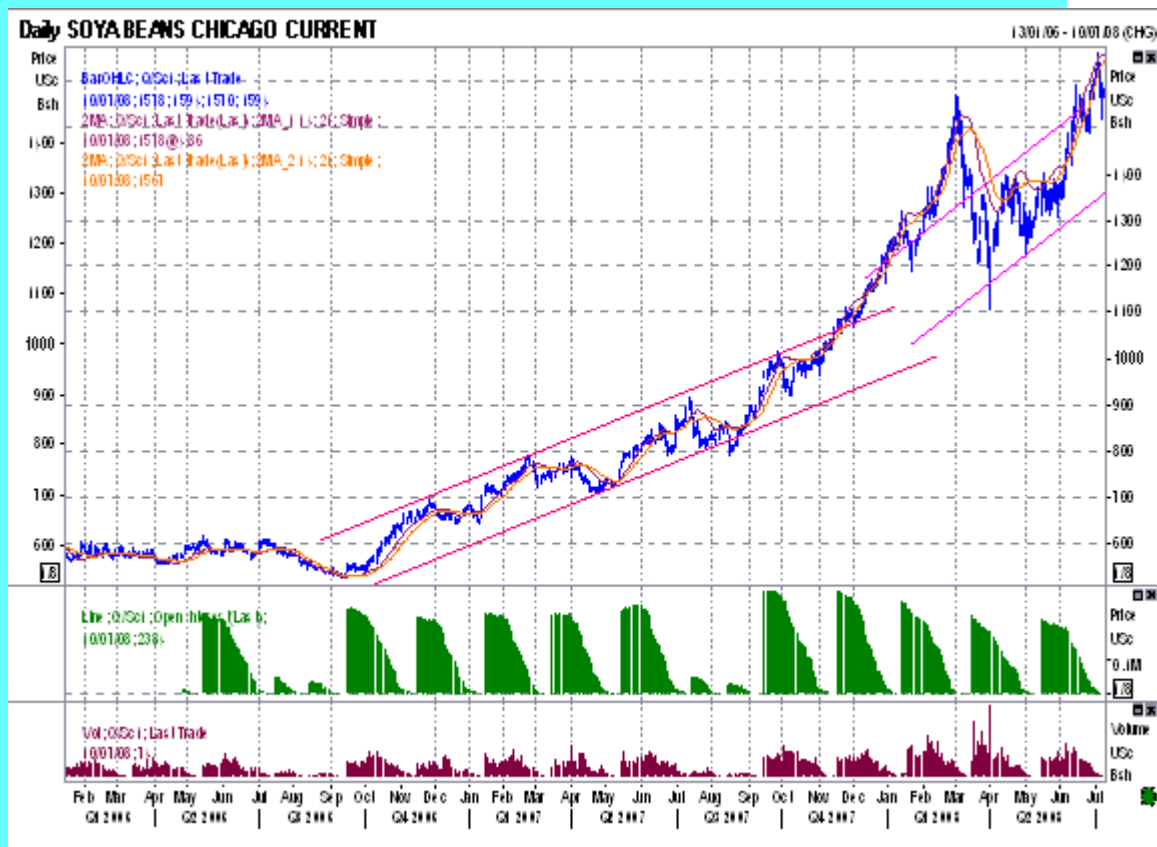
(Inde) soient par des subventions à la consommation (Chine, Indonésie).



Les implications de ces observations ne pouvaient se trouver que dans la recherche d'une intervention cohérente en liaison avec les décisions de politiques monétaires et dans la façon dont elle était organisée. Seuls des opérateurs financiers fortement impliqués dans les marchés de matières premières pouvaient jouer sur ce type de fluctuations.

Les graphiques ci après comparant prix du pétrole et d'autres produits en complète l'illustration



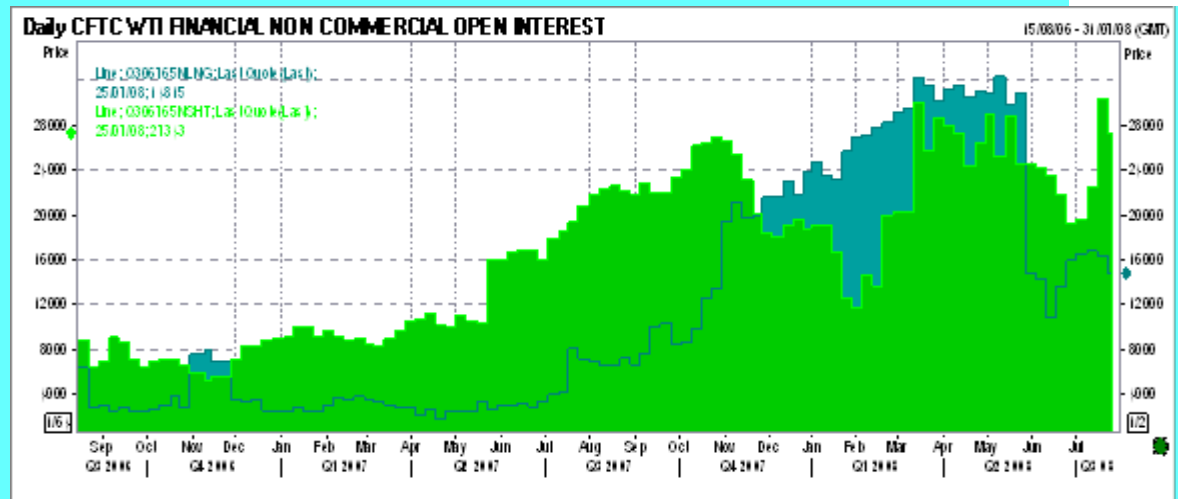


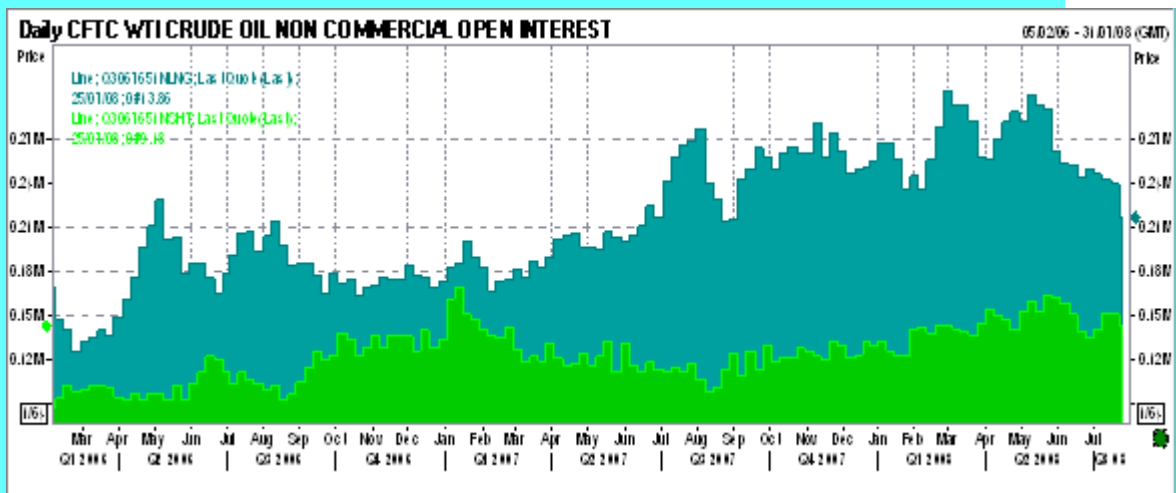
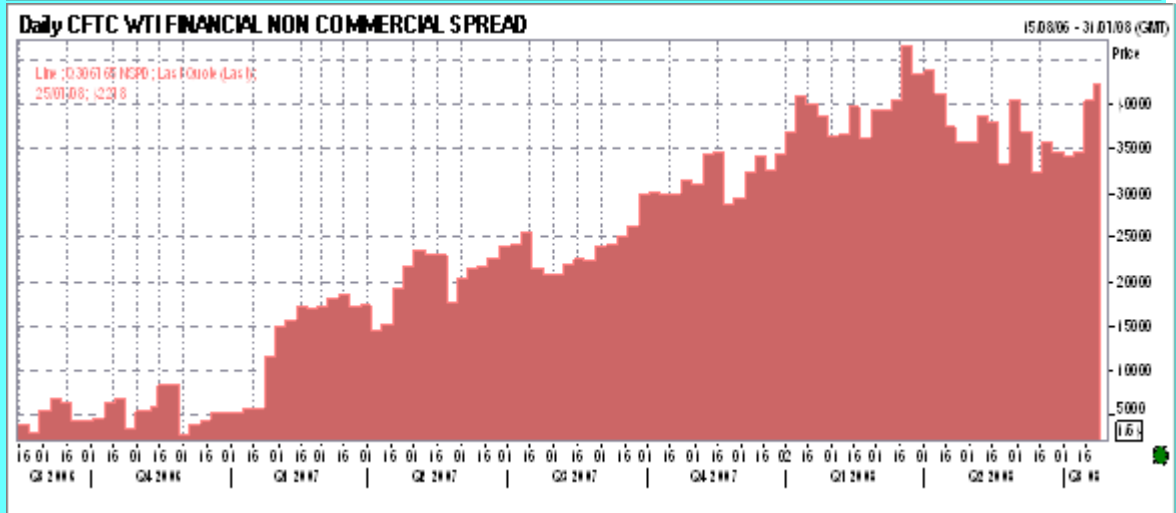
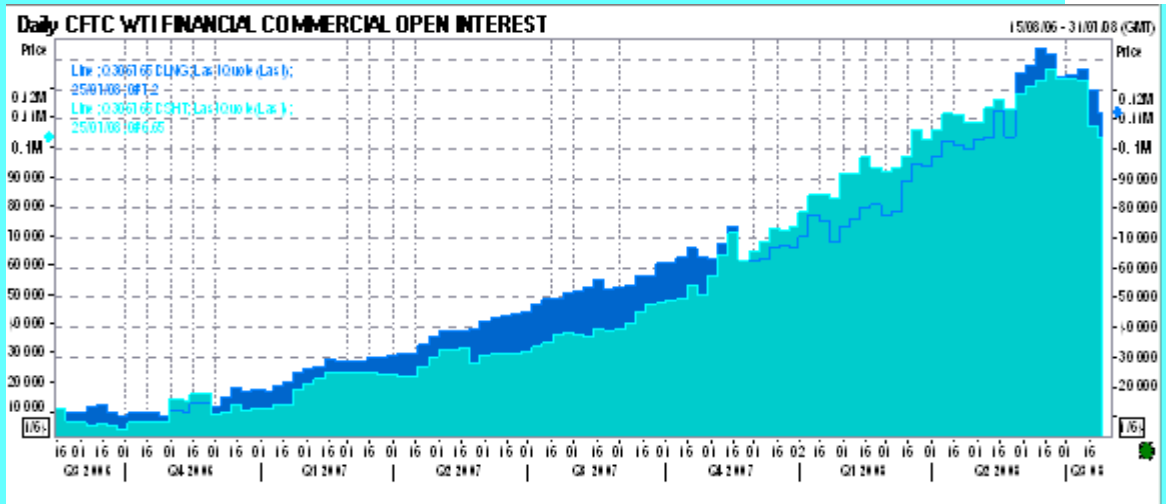
Une analyse plus approfondie de la structure des interventions sur ces marchés s'imposait, car seule une modification significative pouvait avoir une telle force

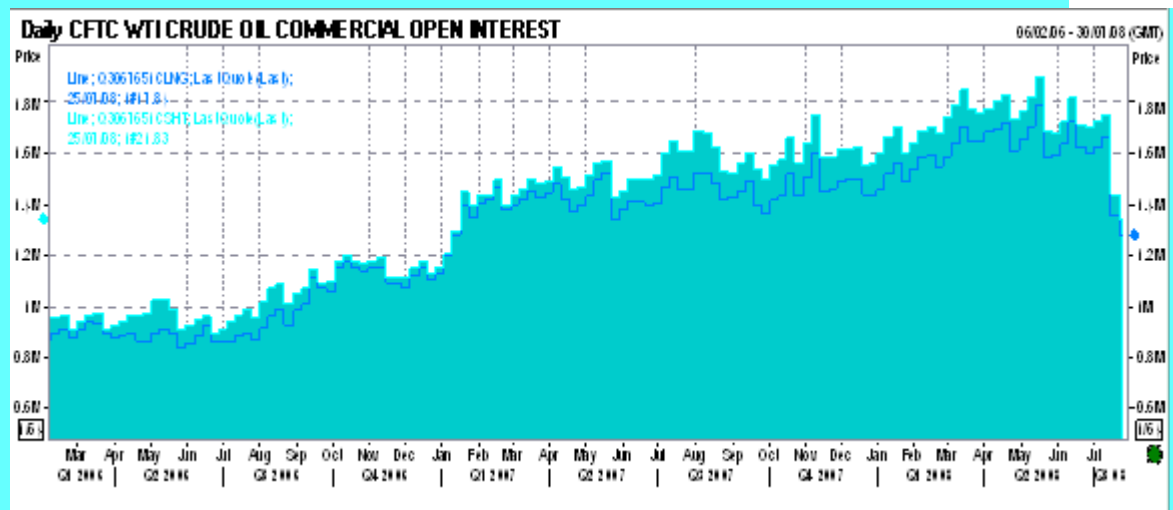
sur le comportement des évolutions de prix.



Si l'on reprend la courbe des cours du pétrole sur la période et que l'on y applique l'information sur la structure de la position ouverte correspondante le phénomène observé sert de révélateur et parle de lui-même.



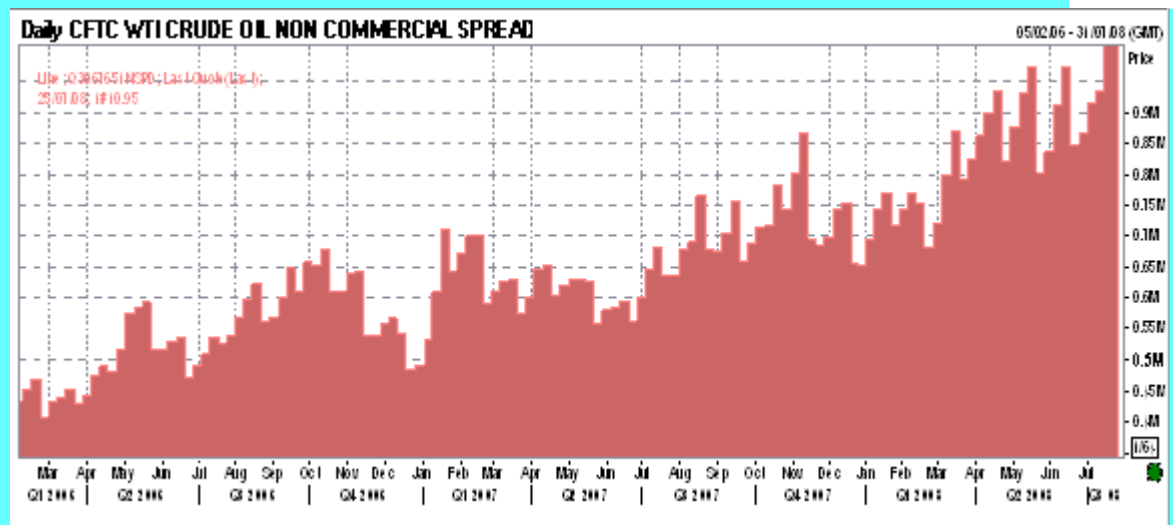




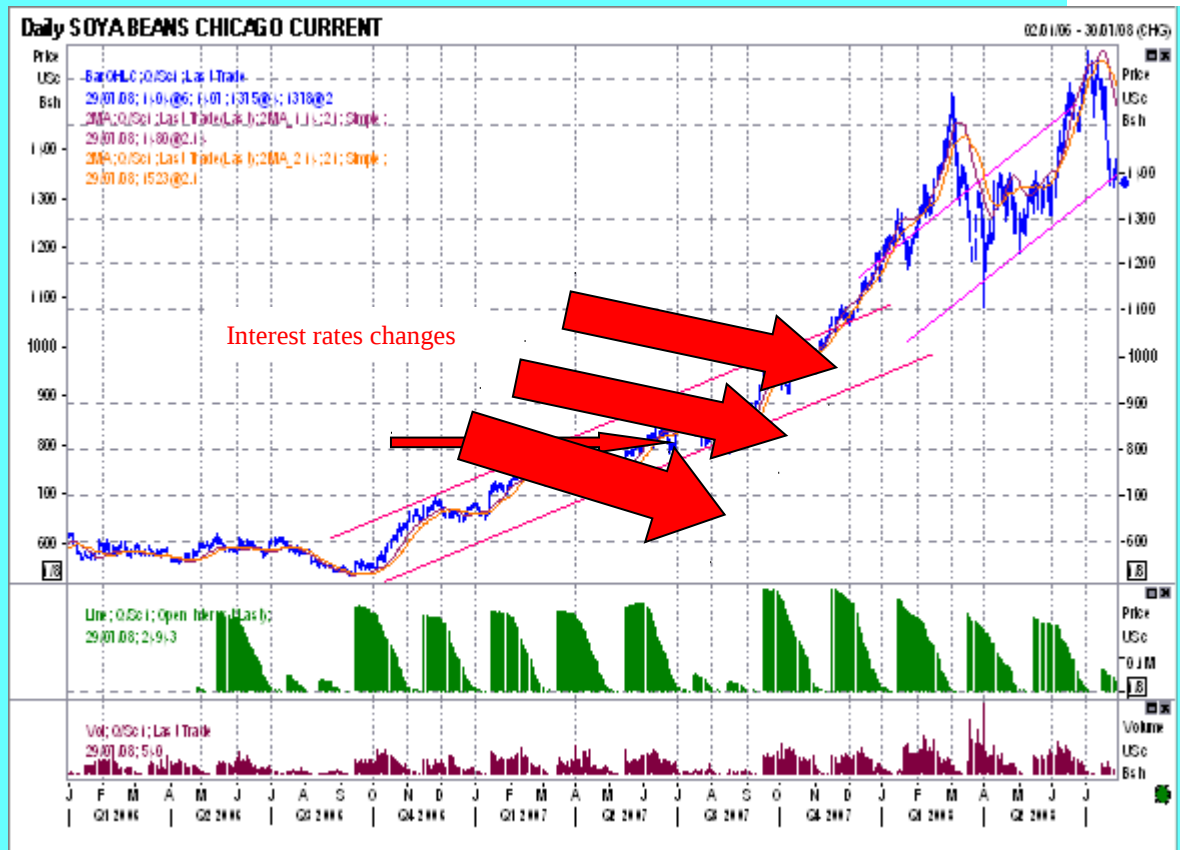
L'accroissement des positions par les opérateurs financiers est révélateur de la régularité de l'augmentation de leur impact.

La réaction des opérateurs commerciaux trouvant des contreparties pour leurs fixations de prix a suivi la même tendance avec un impact néanmoins plus corrélés avec la disponibilité des financements offerts.

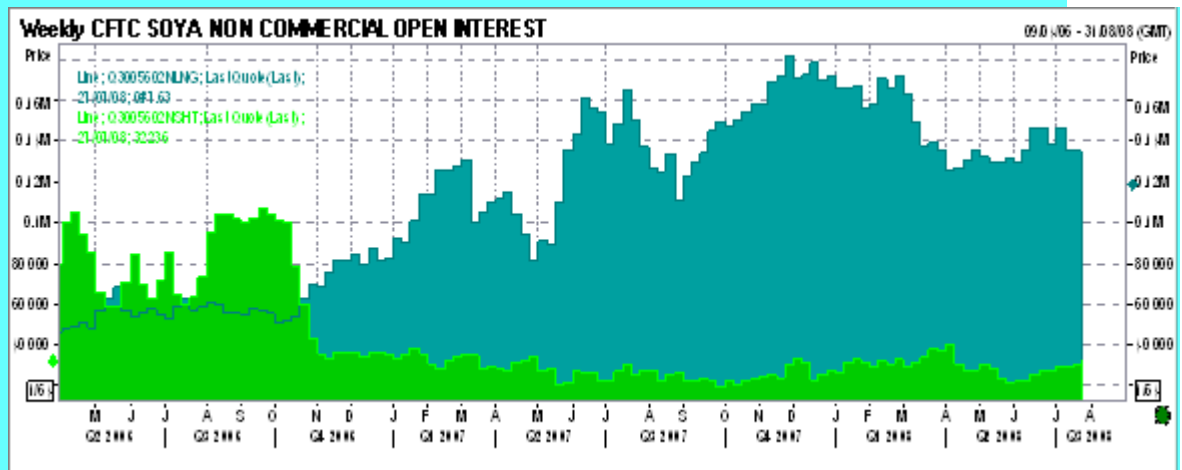
L'accroissement considérable des opérations d'arbitrage s'applique aux opportunités générées par les décisions prises par les responsables monétaires pour atténuer les effets de la crise et participer à la sauvegarde de l'économie.

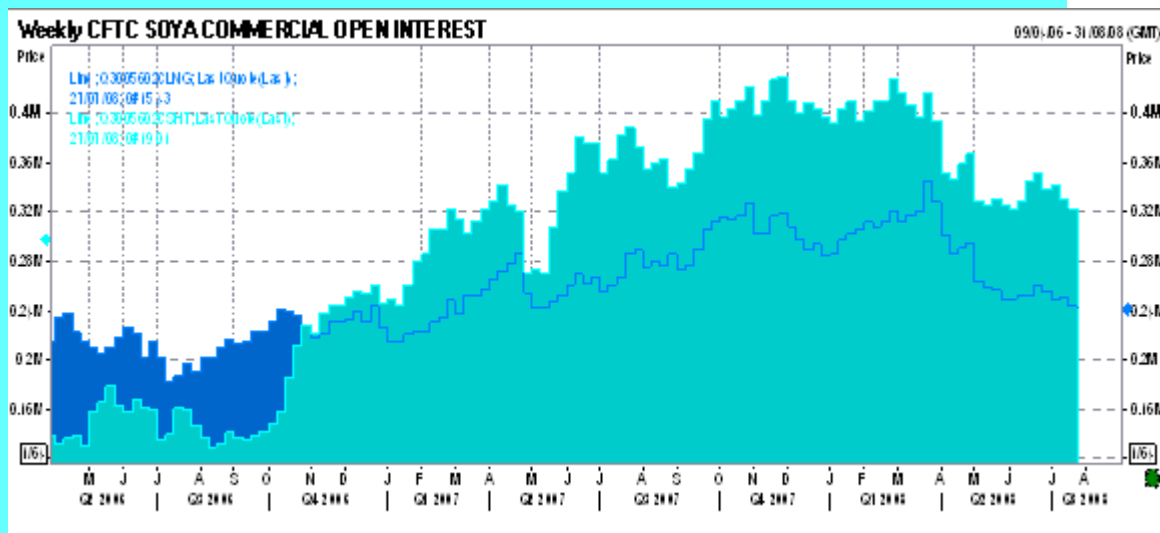


Le même phénomène a pu être observé sur les autres produits attestant la présence d'opérateurs gérant des positions globales matières premières tels les indices et les ETF.

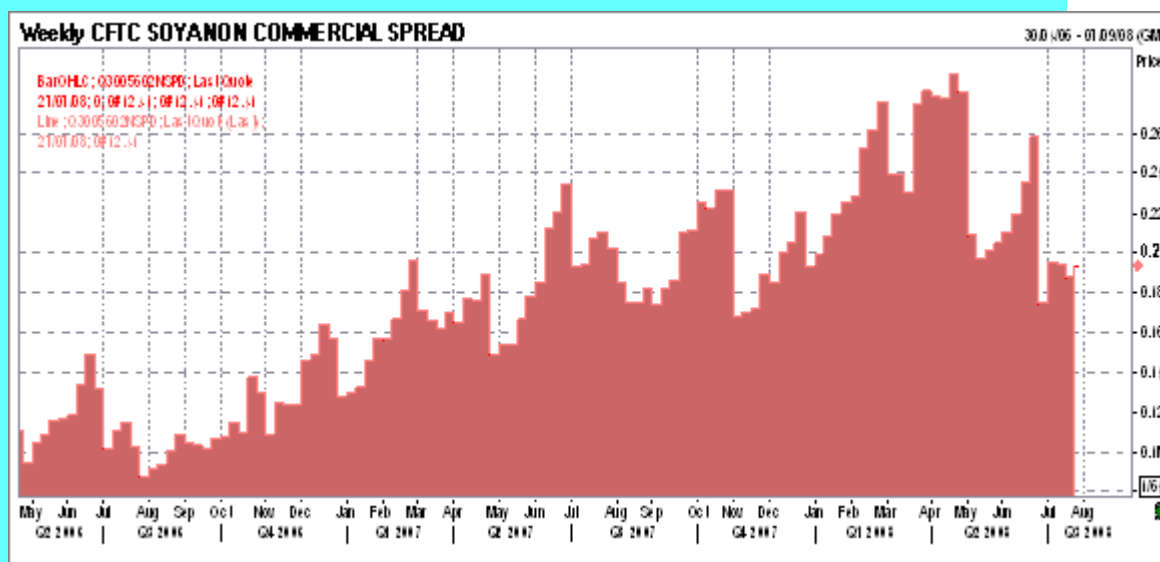


Le même phénomène d'accroissement considérable de l'importance de positions brutes par types d'opérateurs peut être noté sur d'autres matières premières cotées ainsi que l'attestent les graphiques ci-après.





Les périodes de clôture des positions correspondent aux période de retournement de cours.



L'importance des opérations d'arbitrage de différentiels montre la croissance des opérations sur la volatilité (multipliées par un facteur 2,5) et de leur influence sur le niveau des cours. Elle atteste aussi du développement des opérations de négoce de volatilité qui n'ont jamais été interrompues et qui perdurent actuellement.

RECHERCHE D'EXPLICATION AUX PHENOMENES OBSERVES.

Les quelques exemples ci-dessus font apparaître une modification considérable dans les volumes d'activité sur les marchés de matières premières et cette évolution apparaît nettement plus importante sur les marchés américains avec deux composantes majeures l'accroissement des volumes échangés alors que l'activité économique en volume avait une tendance à la baisse et l'accroissement de l'ampleur et du nombre de fluctuations et que les positions nettes qui servent d'indicateur ne

progressaient que de façon plus limitée..

Une analyse passée réalisée à l'époque afin de trouver des solutions aux graves difficultés de trésorerie rencontrées en 2000 par le producteur d'or Ghanéen ASHANTI confronté alors à d'énormes appels de marges m'a mis sur la voie. Je m'étais alors penché sur les perturbations du marché de l'or à la fin des années 1990.



L'origine de la situation observée à l'époque remontait à un événement intervenu 25 ans plus tôt au CANADA : la création d'une nouvelle entreprise BARRICK GOLD. Fondée par le rachat par trois ingénieurs d'un terril de déchets d'un raffineur d'or, l'entreprise est devenue le principal opérateur mondial du métal.

Cette performance hors du commun a pu être menée à bien grâce à un avantage financier propre au marché de l'or qui a permis à l'entreprise de monétiser pour ses investissements ses ventes futures d'or.

À l'origine le phénomène est passé presque inaperçu sur le marché, mais l'entreprise prenant de l'ampleur les concurrents se sont mis à adopter le même processus et les ventes de productions futures se sont fortement développées. Portant sur quelques années de production au début du processus la démarche s'est emballée avec des ventes de 10 à 15 ans de production, d'avance.

Les effets de cette modification de la structure du marché de l'or auparavant centré sur des opérations de type monétaire ont été spectaculaires ainsi que le prouve le graphique précédent :

Entre 1996 et 1999 les cours de l'or sont passés de 417 \$/l'once à 252 \$/l'once. Cette évolution avait, à l'époque de son adoption par la plupart des producteurs, généré un certain nombre de travaux académiques sur l'influence des ventes de production futures sur les cours sans que les autorités de régulation n'interviennent.

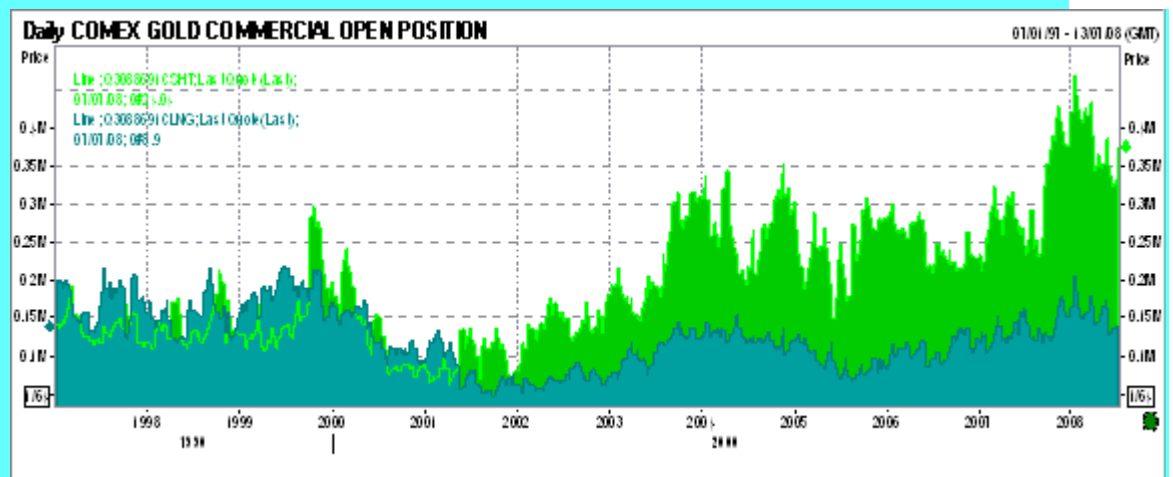
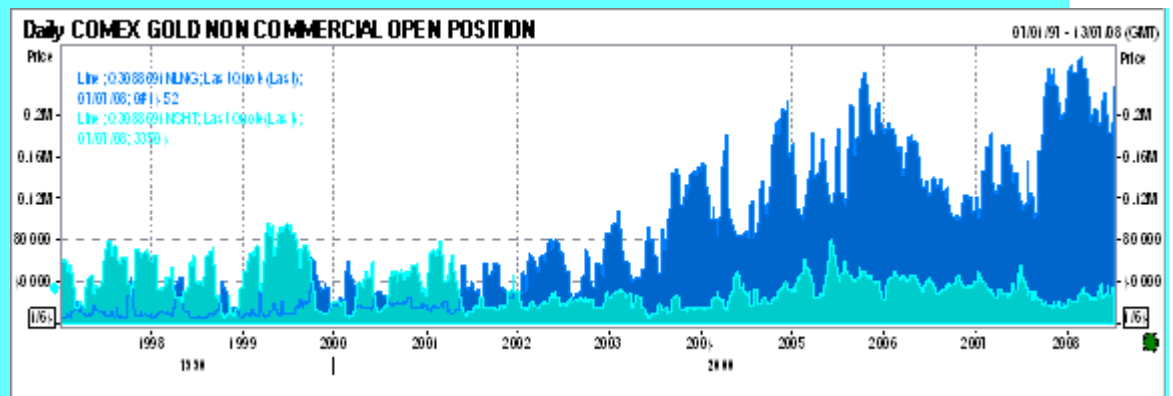
La décision en mai 1999 prise du trésor britannique de vendre 50% de ses

stocks de réserves a entraîné une chute brutale du marché déjà fortement baissier de 295 en mai à 250 en septembre.

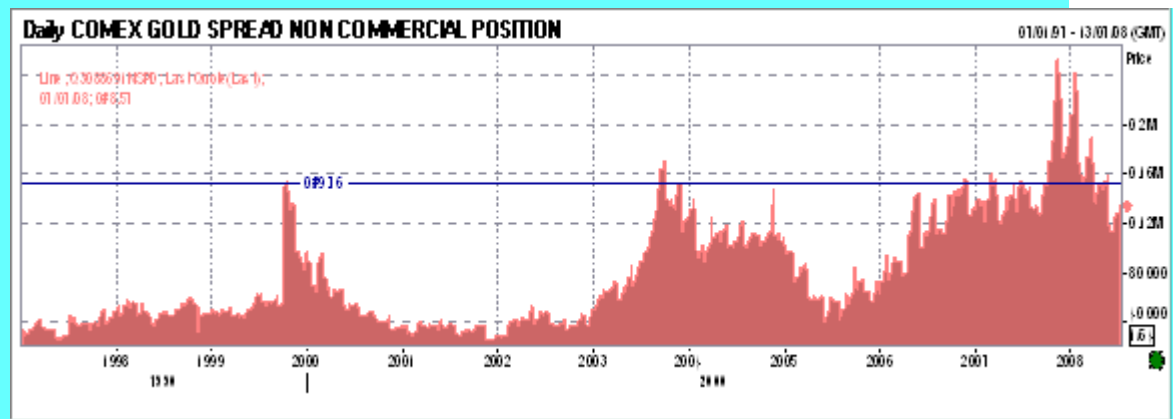
A la suite de cette évolution le 26 septembre les quinze Banques Centrales Européennes ont annoncé un moratoire de cinq ans sur leurs ventes d'or provoquant un brutal retournement des cours et notamment de grosses difficultés d'exécution sur les options or du NYMEX ce qui donne l'ampleur de la perturbation subie par le marché.

ASHANTI qui comme BARRICK avait financé ses investissements de production et vendu à terme sa production future, confronté à d'énormes appels de marges est contraint à la restructuration et à la fusion avec le second opérateur mondial ANGLO GOLD.

Ces événements ont conduit les producteurs d'or à modifier leurs programmes de vente et à abandonner progressivement leurs ventes futures. Les diagrammes ci après en apportent la confirmation indubitable.



L'inversion de la politique de couverture y est clairement visible en 1999 ainsi que la reprise des ventes futures à partir de 2002 et leur explosion en 2008, grâce aux investisseurs financiers et alimentées par les arbitrages issus de l'accroissement de la volatilité.



Que déduire de ces observations ?

A mon sens que deux éléments sont essentiels pour comprendre ce que représente un prix de marché.

Le premier est qu'un prix de marché n'est représentatif de l'offre et de la demande que lorsque que la structure des opérateurs en présence reste globalement stable et que les opérateurs financiers, se contentent de porter le relais temporel nécessaire à l'exécution des opérations sur le physique. C'est en raison de cette neutralité voulue dans l'octroi des financements sur la base des mérites propres des projets présentés que les banquiers avaient l'interdiction de détenir des matières premières.

Le second est que le facteur temps est un levier énorme d'inflation ou de déflation des prix, quant il dépasse les besoins de l'arbitrage physique et sert de support d'anticipations long terme. Celles-ci par nature totalement aléatoires ne peuvent en effet prendre en compte les évolutions techniques à venir et les substitutions d'usage liées aux évolutions des niveaux de prix ou aux réglementations et les autres modifications structurelles lentes ou rapides du marché physique.

Il en résulte que pour avoir un prix de marché représentatif de la situation réelle de la disponibilité de la marchandise, les facteurs portant sur les modifications du nombre ou de la nature des opérateurs et des horizons de temps utilisés **font partie des devoirs de régulation du marché.**

FACTEURS EXPLICATIFS DES EVOLUTIONS EXTREMES DES PRIX

Les développements ci-dessus génèrent par construction les explications sur les enchaînements qui ont conduit aux excès constatés. Ils mettent en lumière la nécessité de modifier les règles existantes afin d'aboutir à la formations de prix qui ne soit pas en décalage avec les données objectives observées sur le physique.

Ainsi que mentionné ci-dessus la formation des prix des matières premières répondent à des processus différents, les uns mettant en présence uniquement des professionnels, les autres des professionnels et d'autres types d'intervenants allant jusqu'aux Banques Centrales.

Par ailleurs l'intensité du facteur temps pris en compte dans la valorisation est éminemment variable entre le producteur d'or vendant 15 ans de production future pour financer ses investissements et le négociant de pétrole vendant à 30 jours une cargaison de pétrole ou celui de cuivre vendant à 60 jours un bateaux de concentrés.

La répartition des fonctions économiques entre les divers acteurs et les outils utilisés s'est insensiblement modifiée au fil du temps et l'intervention des marchés à terme depuis le milieu des années 1970 sur les changes ou les taux a conduit à

rapprocher deux univers précédemment fortement indépendants: les valeurs mobilières et les matières premières.

Une lutte d'influence longue et douloureuse aux USA a conduit à la promulgation du COMMODITY FUTURES MODERNISATION ACT 2000 qui consacra la prééminence de la SEC (SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION) chargé de régulation des marchés de valeurs sur la CFDT (COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION) chargée des marchés à terme de marchandises et a permis aux opérateurs financiers d'intervenir sur les marchés à terme sous supervision de la SEC sans les compétences ni les expériences acquises à résoudre les difficultés que comporte la gestion du temps et des composantes physiques des produits traités.

Cette évolution a permis en outre que les mêmes organisations interviennent sur les marchés transactionnels physiques non seulement à court mais aussi à long terme et sur les marchés de l'épargne financiers. Sur ces derniers marchés, les contraintes produits et les conditions de maîtrise de leurs risques se sont révélées très mal comprises.

On a alors assisté à une confusion entre les rôles d'intermédiaire et d'opérateur pour compte propre. En outre un certain manque de rigueur dans les règles comptables et prudentielles ont permis de compenser des actifs de natures différentes aux motifs qu'ils étaient valorisés selon des modèles identiques ou qu'ils présentaient à certaines périodes des corrélations d'évolutions. Un nombre restreint d'opérateurs a ainsi acquis grâce à ces artifices des positions importantes tant sur les marchés de cotation que sur les marchés de gré à gré et parfois sur les deux leur permettant de peser sur la volatilité ou sur le niveau et la tendance des prix.

Par ailleurs la concentration de l'information dérivée des placements, ETF, INDEX, des opérations OTC, et de positions propriétaires avec des supports techniques infirmant les équilibres entre contractants tels le "flash trading"(arbitrage ultra rapide automatique utilisant les faibles décalages temporels entre l'information des offres et l'exécution), ont donné des avantages à certains opérateurs qui paraissent indus en regard des lois de marché.

L'ensemble des avantages en matière d'information évoqués ci dessus rassemblés au sein d'une même organisation peut permettre aisément de compenser les pertes résultantes des opérations sur marchés financiers, de titrisation ou de financement par des marges conséquentes sur les matières premières.

C'est la seule explication cohérente des évolutions de prix extrêmes observées qui ont ensuite, par prélèvement sur les pouvoirs d'achats notamment US, amplifié les effets de la crise financière et de confiance.(voir article sur Lloyd BLANKFEIN les Echos 21janvier 2010 qui éclaire bien des aspects de l'évolution décrite)

Actuellement on peut évaluer entre 30 et 40% la prime (la composante du prix non liée à des coûts économiques actuels) de nombre de produits et notamment principaux métaux sur la valeur économique. Cette prime résulte de trois phénomènes encore peu commentés :

- L'un résulte de l'investissement dit "spéculatif" mais qui peut aussi être considéré comme une épargne de précaution avec un but de protection contre la dépréciation monétaire la chute des cours d'une devise ou contre la crainte inflationniste avec des objectifs « long terme ».
- L'autre est un phénomène technique lié à la fois à des investissements insuffisants face à la demande, et à la concentration de l'offre
- Le dernier aux processus d'intermédiation qui sont passés d'une prestation de service à la commission pour la recherche d'une contrepartie à des

achats ventes instantanés effectués souvent par des opérateurs opérant indifféremment pour compte propre ou compte de tiers et bénéficiant d'informations qui regroupée deviennent privilégiés ou d'outils donnant un avantage temporels indus sur l'information et portés à leur sommet par le médiatisé "flash trading" déjà mentionné. Ces éléments génèrent de fait une asymétrie d'information entre les participants productrice de transferts indus de valeur.

MODALITÉS DE FONCTIONNEMENT DES PRIX PÉTROLIER

Les modalités de fixation des prix sur les marchés pétroliers répondent a trois de processus précités les contrats de fournitures qui sont devenus marginaux dans leur forme fixe et qui prennent en compte le plus souvent des clause de renégociation en fonction d'indices de référence, des fixations OTC sur mercuriales (PLATT'S ou INDICES), des marché à termes cotant des brut légers peu soufrés mais peu représentatifs des marchés physiques (moins de 20%) ceci malgré une tendance à une meilleure valorisation des bruts légers et peu soufrés.

Cette diversité des références de prix permet de valoriser de façons très éclatée les différences de qualité dont les composantes sont loin d'être homogènes au point que chaque cargaison de brut fait l'objet d'un échantillonnage.

Cette diversité est encore plus grande si l'on prend en compte les produits raffinés soumis à des normes réglementaires non homogènes qui impliquent soit des retraitements soit des mélanges si on change de destination.

En regard de ces produits seuls trois font l'objet de cotations liquides l'essence, et fuel domestique aux USA et le gasoil en EUROPE avec des spécifications particulières.

La structure du marché offre donc une large place à des arbitrages de prix entre produits et en matière de localisation ; la zone horaire asiatique n'ayant pas de marché à terme actif permettant de traiter les besoins des pays de la région.

Il en résulte que l'essentiel des fixations de prix des produits physiques se fait de gré à gré à partir des publications disponibles avec une prééminence donnée jusqu'alors au PLATT'S.

La récente décision de l'ARABIE SAOUDITE de changer sa référence de cotation du WTI le brut léger Américain à l'index ARGUS (ASCI) n'a pas tardé à générer des réactions significatives puisque l'ICE ainsi que le NYMEX les deux principaux marchés cotant le pétrole brut annoncent la mise en œuvre prochaine de contrats basés sur cet indice.

Certains analyste vont jusqu'à anticiper une dislocation de la référence WTI entaché des disfonctionnements largement commentés et portant sur les différences de prix entre le marché à terme à l'échéance et les prix pratiqué au terminal de Cushing ce qui en dit long sur la réaction qui couve face aux excès observés.

L'importance de la part des marchés de gré à gré sur le pétrole brut et les produits a générés plusieurs types d'outils et d'approches.

La première développée à l'époque ou le pétrole n'avait pas de marchés

de cotation et illustré par les « Daisy chains » qui ont fait les joies des développements de jeunesse du marché du Brent. Elles consistent en l'achat et la revente successivement d'une cargaison physique et ceci de nombreuses fois. On parlait à l'époque de 250 transactions, sur une seule cargaison physique, cette astuce permettait d'ajuster de jour en jour le prix initialement payé à la situation du marché à la revente.

Cette procédure a évolué et s'est simplifiée ne se transformant en trois types d'approche :

1. échange prix fixe contre prix variable avec une échéance correspondant à la date effective de la livraison,
2. la gestion des différences par rapport à un prix de référence qui va jouer sur l'ensemble la transaction
3. la négociation d'arbitrage entre les prix de référence.

Ces évolutions sont apparues tant dans le domaine des offres de contrats des marchés à terme que dans celui des transactions de gré à gré offertes par les grands groupes de négoce et les banques d'investissement.

Il en résulte qu'une même transaction peut entraîner aussi bien des opérations sur marchés réglementés que sur les opérations de gré à gré.

Il est donc difficile de savoir, sauf à suivre une opération du début à son dénouement, si son prix est du ressort du marché réglementé ou des opérations OTC. Il est dans ces conditions aisé de justifier le caractère commercial de protection des risques sur nombre de transactions pas nécessairement purement techniques.

Ainsi que le souligne IEA, prouver et mesurer l'impact des investisseurs sur le prix du pétrole demanderait nombre d'étude et de précisions complémentaires, cependant les données regroupées ci-dessus représentent un faisceau de présomptions qui vaut une quasi certitude, surtout si on les confirme par des analyses financières.

Par voie de conséquence les bases d'une éventuelle modification de la réglementation sont particulièrement difficiles à obtenir faute de données considérées comme totalement objectives et reconnues justifiant dans ce type de démarche la nécessité d'une évolution de la loi ou des réglemeents.

.Les intérêts en jeu étant considérables les freins à 'agir le sont autant. et les prix restent élevés malgré l'existence de stocks inhabituels en augmentation régulière tant flottant qu'à terre..

En raison de ces outils et de leurs interpénétrations, et selon les voies adoptées on peut observer soit une hyper sensibilité au prix à terme ou une totale indépendance. L'on a pu ainsi observer par exemple sur l'Adriatique des cotations régionales évoluant à l'inverse de la tendance globale sur de période de trois à six mois. C'est aussi le cas pour des destinations où les qualités sollicitées dérogent aux standards et dont les prix sont notablement plus élevés que le voudrait une cotation plus ouverte.

IMPORTANCE DE LA GESTION DU PRIX FUTUR DANS LE PROCESSUS DE VALORISATION

Les marchés à terme dont le fonctionnement n'a en aucune manière été affecté par la tourmente constituent des outils essentiels pour la gestion du temps dans les

processus industriels et commerciaux.

Ils offrent un apport économique efficient dans les processus de gestion des risques d'entreprise. Encore faut-il que leur fonctionnement soit maîtrisé et orienté vers l'efficience économique et ne permettent pas de favoriser outrageusement le profit immédiat de certains opérateurs aux dépens de leur fonction principale de maîtrise des risques de valeur dans le temps.

Lorsque l'on examine les évolutions des cours et principalement de la volatilité, les règles de base de fonctionnement et de contrôle des marchés à terme auraient dû notamment offrir en 2007/2008 des évolutions de prix moins chaotiques en permettant notamment d'anticiper de manière plus équilibrée et pertinentes les évolutions de cours et de baliser les évolutions futures des besoins. En scindant d'une part la gestion des prix sur les flux de marchandises disponibles ou certains et d'autre part la programmation des besoins d'investissement en fonction des estimations de la demande future on aurait évité de confondre crainte du futur et pénurie immédiate.

En effet pour un producteur, un intermédiaire, ou un utilisateur, la gestion des ventes demande une adaptation qui a ses coûts immédiats de production, qui à ses délais de livraison, qui à ses commandes ou à ses contrats industriels. Pour cela il lui faut un outils d'optimisation court terme où les aléas des marchés ou de la logistique peuvent être maîtrisés à des coûts raisonnables et sans contrainte de nature à mettre en cause son équilibre financier ou sa trésorerie.

Le marché considéré doit donc gérer des aléas d'information et des modifications dans la structure de l'offre et de la demande instantanée ou à très court terme, mais non des anticipations économiques structurelles et ceci dans un univers temporel limité à la vie économique de sa prestation.

Par contre les mises en œuvre d'investissements lourds et coûteux, de même que les préoccupations de protection d'une épargne longue, s'appuient sur des données largement non maîtrisables et nécessitent afin d'assortir les risques potentiels d'amortisseurs des fluctuations de l'investissement, des cycles économiques et des progrès techniques. Les épargnants par contre veulent bénéficier d'indexation de valeur ou d'évolutions de pouvoir d'achat dans le temps en bénéficiant des effets protecteurs des investissements.

Le marché considéré doit donc se dégager des contraintes de gestion des actifs et du poids déstabilisateur de la contrainte de liquidités induit par des appels de marges valorisée au jour le jour mais représentant des horizons de production s'échelonnant sur des décennies.

Cette scission par ailleurs aurait sans doute permis d'éviter l'arbitrage financier qui a autorisé une concentration excessive de l'offre aux dépens d'investissements sur de nouveaux gisements et donc participé aux modifications constatées des composantes de prix qui s'appliquent aussi à la structure de l'offre.

On a aussi assisté de façon constante depuis 30 ans à un phénomène de concentrations des ressources que ce soit au niveau privé ou au niveau public. Celui-ci conduit de façon automatique à une uniformisation et à un arbitrage de coût hors marché à l'intérieur de ces organisations multi-pôles, réduisant de fait la concurrence sans pour cela en amortir les effets destructeurs sur la distributions des ressources qui surviennent à l'occasion des ralentissements économiques.

L'absence de réglementations limitant l'accroissement de l'amplitude des fluctuations de prix par unité de temps, conduit à transformer par le truchement des marchés de cotation, une commission de service d'intermédiation en un prélèvement proportionnel à la valeur. L'accroissement de la volatilité a été constant entre 2007 et

2008. Ce phénomène a permis non seulement d'assurer des marges non valorisées comme telles mais a conduit à éliminer des opérateurs de physique intervenant pour couvrir leurs risques de prix réduisant d'autant la diversité des échanges.

En effet la charge de trésorerie induite par les appels de marge est parfois devenue insupportable pour les petites structures ou mêmes pour des opérateurs importants mais peu diversifiés. Elle a conduit par ailleurs à des distorsions entre prix du physique et prix du terme à l'échéance et reproduit à un niveau industrialisé les phénomènes de renchérissement indus dénoncés par la FERC sur le prix du gaz au USA dans l'affaire ENRON.

Dans ce contexte la gestion de la valeur particulièrement en ce qui concerne l'énergie se doit d'être une composante importante de la gestion économique tant au sein d'une entreprise que d'un pays, en raison de son effet cumulatif au sein des processus industriels ou commerciaux affectant tous les produits.

A ce stade il convient pour déterminer les moyens appropriés à cet objectif, de préciser les voies d'actions envisageables et surtout les horizons temporels sur lesquels doivent porter les actions projetées.

OBJECTIFS ET TYPES D'ACTIONS ENVISAGEABLES

La démarche que j'adopterais en considération de l'ampleur des objectifs assignés va s'appliquer à mettre en lumière différentes possibilités qui peuvent avoir un impact modérateur sur les coûts opérationnels induits par une volatilité et une croissance tendancielle des prix du pétrole et des produits pétroliers.

Afin de satisfaire à ces objectifs ambitieux et sous l'éclairage des analyses causales et structurelles réalisées ci-dessus plusieurs types d'actions me paraissent envisageables sans qu'elles s'excluent l'une l'autre ou qu'elles soient intrinsèquement liées. Toutefois une approche concertée sur ces divers plans est de nature à en renforcer l'impact et l'efficacité.

.1 Prix contractuels

Le contrat de financement du développement des ressources pétrolifères de l'EST SIBERIEN entre la Chine et la RUSSIE peut servir de référence à la démarche.

En effet il s'agit ici d'action au niveau politique qui se réalise dans une double optique de générer des ressources et de stabiliser un flux de fourniture à long terme dans un cadre indépendant des fluctuations des prix de marchés afin éventuellement d'intervenir sur les aléas d'approvisionnement liés à des soubresauts politiques régionaux.

L'objectif est d'offrir à un certain nombre de pays producteurs des moyens de développement de mise en production ou d'acquisition de circuits stabilisés de commercialisation..

Les bénéfices attendus sont d'avoir un flux d'approvisionnement long terme sécurisé à un prix stabilisé qui peut notamment intervenir dans le cadre d'une politique de stockage de réserve venant compléter ou se substituer partiellement aux procédures en cours actuellement. Basées sur des obligations des professionnels d'entretenir des réserves permettant de couvrir tels que prévus par la réglementation

CEE 90 jours d'approvisionnement et 61 jours de consommation elles comportent des limites financières et de coûts dont les impacts ne sont pas mutualisés.

Des stocks sous contrôle public et dans le cadre d'une réglementation appropriée, ainsi que le fait la Chine pour nombre de produits essentiels, pourraient être mis en vente en cas de modifications déterminées au préalable du niveau de prix et des conditions de mises à disposition. Une clause discrétionnaire permettrait de donner plus d'efficacité à la mesure en laissant libre ou en restreignant les adjudicataires. Cette démarche a été mise en pratique par les autorités US à diverses reprises notamment en 1991 avec la première guerre du golfe "opération tempête du désert" et en 2005 avec le cyclone Katerina.

Pour être efficace elle devrait couvrir un cadre plus étendu que celui de la réglementation US et se rapprocher des modes d'intervention chinois.

.2 Gré à gré

En période de flambée des cours liées à une crise ponctuelle des accords de swap de pétrole et de produits pétroliers pourraient faire partie des obligations devant figurer dans les contrats d'approvisionnement des fournisseurs de pétrole et de produits pétroliers vendant sur le territoire national ou plus largement dans l'espace communautaire.

Il s'agirait de contrats ouverts dont les conditions de réalisations permettraient de lisser dans le temps les conditions de déblocement des opérations de couvertures avec des clauses de référence liées aux coûts de production.

Des opérations de ce type ont été mises en place dans les années 1990 avec la Chine sur des contrats métaux. Elles se sont révélées à la fois d'une extrême rentabilité et capable d'assurer des coûts d'approvisionnement très compétitifs en période de crise.

.3 Marchés à terme

J'ai constatés au fil de mes analyses de marché que les processus de fixation des prix des matières premières pendant la période juillet 2007 à juin 2008, les hausses de cours successives et les corrections se sont déroulées sur un an dans le cadre d'un processus qui se répétait de façon quasi identique de trimestre en trimestre avec des phases mensuelles liées aux décisions de la FED (voir supra).

La dynamique des prix n'était donc pas liée aux fondamentaux des produits traités mais à d'autres facteurs. Une analyse plus approfondie basée sur les événements de nature économique ou financière avec en regard les évolutions de disponibilité des marchés physiques de la marchandise considérée à l'échelle mondiale a permis de mettre en lumière la corrélation entre l'évolution des cours et celle des volumes de positions ouvertes brutes avec une nette implication des opérations d'arbitrage d'échéances.

Or ce sont selon ces processus que se sont investis sur les marchés les opérateurs financiers tant en matière d'investissement que de recherche de rendements.

Par voie de conséquence si l'on a pour objectif d'éliminer ou de réduire aux périodes critiques des accroissements déstabilisateurs d'investissement ou de désinvestissement sur un marché dont la liquidité est concentrée sur l'échéance courante et la suivante avec le transfert des effets de cette concentration sur les autres échéances, il convient d'en modifier le fonctionnement.

Si l'on reprends les objectifs énoncés ci dessus de disposer pour gérer le

risque de prix dans le temps d'un processus faisant la distinction entre les besoins des opérateurs qui ont pour objectif de couvrir leur marge opérationnelle et par conséquent de gérer des flux avec des horizons de l'ordre de deux ans de ceux qui veulent se protéger sur des risques d'investissements ou de protection de leur épargne, il faut distinguer les outils de gestion sur des problèmes aussi dissemblables dans des conditions comparables aux solutions adoptées en matière obligataire ou immobilière en regard des marchés de trésorerie.

En effet c'est la couverture de prix sur des durées longues qui ont introduit des distorsions dans l'économie en 2008 ainsi qu'évoqué supra. Ceci devient alors un problème structurel qui se conjugue avec la nécessité de réduire les aléas de prix sur des projets d'investissement de plus en plus coûteux et aléatoires sans impacts de trésorerie. Dans cette hypothèse la scission des marchés de terme trouve en sus un nouveau champ d'application en offrant une possibilité de protection de la rentabilité dans le temps face à une évolution technologique ou une modification des coûts.

Ainsi le cumul sur un seul prix des facteurs économiques et psychologiques concentrés comme actuellement sur un seul indicateur le prix de marché ou celui plus incertain encore de la mercuriale, conduit à une gestion très imparfaite des différents horizons de temps: entre la gestion des échanges de marchandises réelles en production ou en cours de transport et celui des investissements nécessaires à couvrir les productions futures dont l'importance reste très incertaine.

Au plan de l'organisation du marchés et de la nécessaire implication des investisseurs la même différence de besoins apparaît entre les stratégies de gestion du disponible et les placements long destinés à diversifier les risques économiques et de valeur et principalement la couverture de l'inflation pour l'épargne retraite. Cette dichotomie entraîne en sus faute de solutions appropriées des exigences de rendement irréalistes qui conduisent les entreprises à négliger les investissements de développement à venir pour des stratégies risquées à court terme.

La distinction des horizons de gestion du prix pourrait trouver sa solution en scindant, les contrats à terme de matières première en deux. L'un dévolu à la gestion des risques de flux sur des marchandises en cours de « process » et dont les données sont contrôlables s'appuyant sur la livraison au marché afin de permettre une corrélation étroite entre prix futur et prix spot.

Le second destiné à réduire les incertitudes long terme sur la rentabilité des investissements qu'ils soient de production ou de recyclage trouveraient leur contrepartie dans les exigences de l'épargne longue et la gestion de ces contrats devraient trouver leur dénouement dans un règlement espèces.. Pour ce qui concerne le problème de gestion de la liquidité posé par les appels de marges, il pourrait être gérée de façon moins stricte en substituant des garanties d'actifs productifs pour les échéances longues complété éventuellement par des système de garanties d'engagement de liquidité ou d'assurance.

Cette solution existe de fait, dès à présent sur certains contrats de gré à gré qui ont de toute évidence participé aux excès et corrections constatées leur couverture étant négociée sur les échéances rapprochées des marchés de terme (analyser sur ce point les données non commentées de l'affaire ENRON sur blog [COMMODITIES_et_RISQUES](#)) Une part contrôlée correspondant à la production devenue disponible chaque année, pourrait se dénouer en physique ou sous un plafond, système plus délicat à gérer, sur les marchés court terme.

.4 Marchés « forward » et prêts emprunts

L'efficience du marché de l'or repose sur un processus d'ajustement des besoins ou les détenteurs d'actifs les mettent à disposition à des conditions très favorables aux opérateurs provisoirement privé des ressources qui leur sont nécessaires.

Cette façon de procéder existe déjà sur le marché du pétrole afin de rentabiliser dans certains pays les stocks stratégiques ou d'en amortir les coûts lorsque le marché est en backwardation (déport).

D'appliquer cette procédure en y incluant à la fois des stocks sous contrôle et des contrats d'approvisionnement de type « take or pay » avec divers pays producteurs en contrepartie par exemple de contrats de développement ou de mise en production de leur ressources prouvées ou à la rigueur probables constituerait un dernier moyen de modérer les excès dans les fluctuations de prix en rendant potentiellement disponibles des ressources non prises en compte. .

5 Élimination des conflits d'intérêts potentiels

Un des risques majeur souligné ci-dessus de façon indirecte repose sur le fait qu'une même organisation, même éclatée en diverses structures juridiques est en mesure sous couvert du concept de la « Muraille de Chine » de pouvoir offrir une fonction de conception de produits financiers, une fonctions de commercialisation, ainsi qu'une fonction de gestion pour compte propre sur ces mêmes produits.

Par ailleurs et ce fut un des éléments essentiel du développement de la crise un concepteur de produits financiers, ou un vendeur se trouve déchargé de toute responsabilité sur la conception ainsi que sur le service après vente.

La réintroduction des concepts du droit cambiaire dans les produits financiers composites me semble une mesure de première urgence, elle permettrait en faisant porter une part du risque aux émetteurs de circonscrire très sensiblement l'innovation matière premières irresponsable et le processus d'assimilation de risques différents dans un même souci de placement et d'éviter de transférer à la sphère politique des risques cachés.

Ce type de disposition faciliterait en sus l'action de contrôle du législateur.

Le dernier aspect qui me semble digne d'intérêt mais qui participe à une démarche plus large que le strict problème des prix du pétrole concerne le concept de compensation bien connus des marchés de terme.

Ce concept a fait l'objet de dérives majeures à partir de la notion d'équivalent risque notamment ou de celui de la substitution de débiteurs. Ces dérives permettent ou au moins favorisent les distorsions d'information à la base des options cachées en matière de valorisation.

Il convient de revenir sur ces points au plan réglementaire et de n'autoriser que les compensations strictes en proscrivant notamment les dérives issues de la négligence du facteur temps comme discriminant majeur.

CONCLUSION

L'évolution récente des processus de reconnaissance de l'activité économique s'est basée sur une valorisation du futur par l'actualisation de flux probables.

Cette démarche en fait le cumul de deux incertitudes, celle sur le taux d'actualisation, et celle sur la valeur des flux laquelle repose sur l'hypothèse que les méthode de valorisation ne connaîtront pas d'évolution.

En raison de l'inertie élevée de ces processus des évaluations reposant sur des bases aussi instables sont certifiés par la rigueur logique de modèles complexes utilisant des scénarii multiples. Or plus la complexité augmente plus l'impact des erreurs initiales devient difficile à déterminer et la confiance repose en fait non sur les données mais sur le modèle utilisé. Dans la mesure où il a donné des résultats probants à court terme dans un environnement relativement stable il est considéré comme la référence alors que par ailleurs les résultats extrêmes sont de fait éliminés.

En fin de compte, malgré des outils bien plus performants, notre gestion du futur est devenue plus aléatoire, et génère des enchaînements catastrophiques inutiles imposés par une logique formelle sans contrôle des conséquences économiques et sociales qu'elles peuvent entraîner.

Les propositions ci dessus sont de nature tout en préservant la nécessité de confronter offre et demande de corriger les excès de la crainte de pénurie, de la façon la plus équilibrée possible pour faciliter les choix économiques et optimiser l'utilisation de ressources se raréfiant dont il convient au minimum de gérer les allocations avec un objectif de choix optimal.

Le règlement de ces problèmes ne peut trouver de solution acceptable que dans un assainissement et une redéfinition des processus de transferts d'actifs, de leur contrôle et dans une évolution de la procédure comptable qui devra prendre en compte des modes de gestion, de valorisation et de liquidité dont la doctrine n'est pas encore fixée et qui promet encore bien des débats

Si l'on se place en outre dans le cadre des besoins liés aux cycles de vie des biens produits, une gestion optimisée du temps sur des durées longues devient indispensable pour éviter de laisser périliter tant les besoins d'investissements que les filières de substitution de ressources énergétique par l'inexactitude attaché au prix de cession des actifs dans un futur lointain.

Ces anticipations sont structurellement difficilement appréciables en raison des évolutions probables des besoins, et des processus techniques, mais encore plus d'innovations non envisagées à ce jour. La protection des investissements de production ou de gestion de ressources rares peut trouver dans une amélioration de l'élaboration du prix futur un outil de couverture de ces aléas mêlant sécurité et liquidité.

Ces démarches novatrices permettraient de rendre disponibles des ressources qui non seulement ne sont pas valorisées ou prises en compte mais qui ont un impact majeur sur la disponibilité économique de ressources appelées à se raréfier. Une meilleure maîtrise des horizons de risques en matière de prix en constitue un élément majeur.

Au-delà de la meilleure prise en compte du temps une clarification des règles régissant les conflits d'intérêts et les droits de suite en matière de responsabilité est de nature à restreindre nombre de dérives dans l'élaboration de produits comportant des options cachées. Les dérives résultante sur le processus de découverte des prix n'en sera qu' assainie et moins exposée aux dérives.