



LA CRIÉE OU LE TOUT ÉLECTRONIQUE : LE MARCHÉ DÉCIDE

JAMES NEWSOME *

D'après une idée reçue, la tendance est à l'électronisation indiscutée de la négociation des contrats à terme sur matières premières, le parquet (*trading floor*) devenant de plus en plus anachronique.

Les Bourses européennes de valeurs et de matières premières sont quasiment totalement électroniques, notamment depuis que l'International Petroleum Exchange, désormais connu sous le nom d'ICE Futures, a fermé sa cotation à la criée en avril dernier. La négociation électronique représente, par ailleurs, la majeure partie des volumes échangés sur les places de Chicago, soit près de 70 % au Chicago Board of Trade et plus de 75 % au Chicago Mercantile Exchange (CME). Le volume des opérations électroniques concerne essentiellement les contrats à terme sur instruments financiers, tandis que les matières premières sont encore négociées majoritairement à la criée.

Toutefois, une analyse approfondie révèle qu'un marché sur lequel la négociation est faite à partir de nombreux écrans d'ordinateurs dispersés un peu partout n'est pas forcément plus efficace ni plus liquide, notamment pour les échéances longues, qu'un marché à la criée qui requiert de la place, un groupe de *traders* chevronnés et une équipe d'exécution très compétente employée par les sociétés représentées sur le parquet et par la Bourse elle-même.

* Président, New York Mercantile Exchange, Inc.

La traduction de cet article a été effectuée par CPW-Consultants Philippe Willemetz.



Bienvenu au New York Mercantile Exchange, Inc. (NYMEX).

Le NYMEX est le plus grand marché énergétique et la première Bourse des matières premières. Représentant 93 % du volume total des échanges, la criée est au cœur des marchés des contrats à terme et des options sur l'énergie du NYMEX.

L'expérience du NYMEX diffère quelque peu des autres Bourses ayant migré vers la négociation électronique. Par exemple, les contrats à terme sur instruments financiers du Chicago Board of Trade peuvent être négociés électroniquement ou à la criée pendant les horaires normaux de négociation. À la clôture du parquet, la négociation électronique reste active et le marché reste accessible pendant un total de 22 heures par jour. Sur le NYMEX, les principaux contrats à terme sur l'énergie et les métaux sont négociés uniquement à la criée pendant les 5 heures quotidiennes d'ouverture du parquet, puis ils sont disponibles pendant 18 heures supplémentaires sur le système de négociation électronique NYMEX Access®.

Il y a trois ans, nous avons lancé la plate-forme électronique NYMEX ClearPort® sur laquelle sont cotés plus de 180 contrats à terme et options sur l'énergie. Elle permet de traiter les transactions de gré à gré courantes sur le pétrole brut, les produits raffinés, le gaz naturel, l'électricité, le charbon, les tarifs de fret et les quotas d'émissions. Ces contrats peuvent être négociés sur le marché organisé ou hors séance, puis transmis pour compensation afin de bénéficier des protections financières offertes par la chambre de compensation. La plate-forme NYMEX ClearPort® est disponible pour la négociation ou uniquement pour la compensation, du dimanche soir au vendredi après-midi.

La grande majorité des intervenants y font appel pour la compensation des opérations bilatérales. Toutefois, sur cette plate-forme, les contrats sur le gaz naturel et de nombreux contrats sur le pétrole sont négociés à la criée et chaque contrat traité hors séance génère environ quatre types d'activités sur le parquet à des fins de contrepartie ou de couverture.

L'expérience du NYMEX démontre que la criée et la négociation électronique peuvent cohabiter. Les deux systèmes présentent des avantages différents, mais les marchés énergétiques du NYMEX sont particulièrement bien adaptés à la criée du fait de l'accent mis sur les stratégies de *spreads*. Il s'agit des *spreads* calendaires et des *crack spreads* entre le pétrole brut (la matière première) et l'essence et le mazout de chauffage (les produits finis). Le nom *crack spreads* est tiré du processus de raffinage qui « fragmente » le pétrole brut en produits commercialisables.

La négociation électronique a tendance à mieux fonctionner que la



criée pour les marchés moins complexes, mais dans l'environnement actuel, la criée est plus efficace pour les transactions compliquées. Par exemple, pour le type de négociation le plus simple, un opérateur estimera que le marché évolue à la hausse ou à la baisse et il achètera ou vendra des instruments. Des marchés de premier plan fonctionnent de cette manière et le contrat à terme sur l'indice S&P 500 du CME en est un bon exemple. Les opérateurs y achètent ou vendent des valeurs de l'indice en fonction de leurs anticipations concernant le marché actions. Ils n'ont pas beaucoup d'alternatives.

Le niveau supérieur de négociation (deuxième ordre) concerne les *spreads*. Un opérateur qui pense que les contrats à terme sur le brut à échéance octobre enregistreront une hausse supérieure à l'échéance novembre intervient sur l'écart entre les deux mois de livraison ; c'est ce que l'on appelle le *spread* calendaire. En principe, un marché électronique est tout aussi liquide pour les opérations de *spread*, mais les opérateurs n'aiment généralement pas dévoiler la taille de leurs ordres et préfèrent se fier à un membre expérimenté du parquet qui connaît le rythme du marché.

La négociation de troisième ordre désigne les stratégies *butterfly* ou le *tandem trading*. Dans ce cas, les *spreads* sont échangés contre d'autres *spreads* (par exemple : *long* sur le brut à échéance décembre et *short* sur mars / *long* sur le brut à échéance juin et *short* sur mars). Des permutations encore plus complexes sont possibles. Pour ce type de négociation, nombreux sont les opérateurs qui estiment qu'il n'existe généralement pas de substitut au parquet sur les marchés énergétiques. Celui-ci contribue à la valeur en termes de flux d'ordres. Un bon courtier peut en effet apporter une aide appréciable afin de déterminer le bon moment pour acheter et pour vendre, car il connaît les flux d'ordres et les autres courtiers présents sur le parquet.

Cela ne signifie toutefois pas que la criée est le seul moyen de réaliser de telles transactions. Le système CME Globex peut ainsi calculer des *spreads* calendaires implicites sur les marchés en eurodollars, et la plate-forme NYMEX Access® peut calculer les *spreads* calendaires et les *crack spreads* sur le brut, le mazout et l'essence.

Selon les courtiers, même si un écran d'ordinateur peut être aussi efficace qu'un membre du parquet sur des places différentes dans le contexte de marché actuel, il n'existe aucun substitut électronique pour les ajustements subtils qu'un *floor broker* peut réaliser. Ainsi, si un courtier négocie du brut sur 24 mois différents, il peut réagir aux fluctuations d'un *spread* à un mois en négociant un autre *spread* à un mois, ou procéder à une négociation plus complexe, par exemple un *strip* contre des *spreads* individuels.

En outre, les ordres de marché non vérifiés et les ordinateurs ne



cohabitent pas toujours bien. On ne compte plus les exemples où des ordinateurs ont accepté des ordres qui ont eu des répercussions démesurées sur le marché par rapport à l'impact d'une négociation sur le parquet. La plupart des marchés électroniques sont toutefois équipés de « coupe-circuits » (*circuit-breakers*) pour éviter ou du moins minimiser ces situations. En revanche, sur les marchés à la criée, un ordre doit être transmis au parquet et vérifié par le courtier qui connaît le niveau du marché et celui des acheteurs et vendeurs. Le temps nécessaire à ces vérifications permet ainsi d'éviter tout excès sur les marchés.

La plupart des marchés caractérisés par un volume important de négociation électronique, comme les contrats à terme sur instruments financiers, ont tendance à être plus liquides pour l'échéance *spot* et pour quelques échéances proches. En revanche, le contrat CME en eurodollars comporte 40 mois d'échéance tous les trimestres pour les contrats à terme à 10 ans, la liquidité la plus importante s'étendant jusqu'à environ 20 trimestres. On constate également une activité importante et complexe en matière de *spreads* calendaires.

Le contrat à terme du NYMEX sur le *light sweet crude*, le pétrole brut de référence sur les marchés énergétiques, comporte 30 mois consécutifs allant jusqu'à 7 ans sur une base trimestrielle et annuelle. En général, la liquidité est importante sur les 8 ou 10 premiers mois, et sur l'ensemble du calendrier. Il y a des positions ouvertes pour chaque mois coté. Les contrats à terme sur le mazout sont cotés sur 18 mois, soit deux saisons d'hiver, tandis que les contrats sur l'essence le sont sur 12. Les deux types de contrat présentent des positions ouvertes sur quasiment la totalité de la courbe à terme.

En revanche, la liquidité quotidienne du contrat à terme sur le Brent d'ICE Futures, qui est négocié électroniquement, est concentrée essentiellement sur les 3 ou 4 premiers mois consécutifs.

En septembre 2005, NYMEX Holdings, Inc., la société mère du New York Mercantile Exchange, a lancé un parquet à la criée à Londres pour la négociation des contrats à terme sur le Brent, afin de faire face à la migration du contrat à terme sur le Brent d'ICE Futures vers la négociation électronique. Bien que les activités sur le marché du Brent au NYMEX soient moins dynamiques que prévu, nous sommes conscients qu'il est difficile de pénétrer un marché longtemps dominé par une autre forme de négociation.

Malgré le fort engagement de notre Bourse en faveur du système de la criée, la négociation électronique présente de nombreux avantages. Elle permet notamment au marché d'être ouvert en continu. En conséquence, les opérateurs reçoivent et traitent les actualités plus efficacement qu'en l'absence de cours transparents pendant la nuit. Si les marchés à terme de l'énergie n'étaient pas disponibles tous les jours



de 14h30 (heure de clôture de la criée) jusqu'à 10h le lendemain (heure de sa réouverture), les ouvertures de séance pourraient être nettement plus chaotiques.

L'engagement ferme de la Bourse en faveur du système de la criée a été réaffirmé en novembre 2005 lorsque sa maison mère NYMEX Holdings, Inc. a signé un contrat portant sur la vente pour 135 M\$ de 10 % de son capital à la société privée d'investissement General Atlantic LLC. L'une des dispositions du contrat exige un apport financier pour développer les aspects technologiques, marketing et de la recherche en faveur de la criée.

Après des années d'investissements technologiques visant à accélérer la publication des cours et les flux d'ordres, la Bourse est maintenant prête à canaliser les technologies vers le cœur du *pit* avec des appareils sans fil pour l'acheminement des ordres et la soumission des opérations exécutées à la Bourse. Cette démarche permettra d'augmenter la rapidité et l'efficacité du parquet.

Le NYMEX a toutefois été pionnier de la négociation électronique. À son lancement en 1993, NYMEX Access® était l'un des premiers systèmes informatisés dédiés à la négociation des contrats à terme sur matières premières.

Immédiatement après les attentats du 11 septembre 2001, lorsque le *World Trade Center* n'était plus qu'un énorme monticule de gravats fumants à un pâté d'immeubles de la Bourse et que le quartier financier de New York était interdit au public, le personnel du NYMEX a déployé des efforts considérables pour procéder à la migration de NYMEX Access® de son réseau de communications internes détruit vers Internet. De cette façon, la Bourse a pu ouvrir pendant quelques heures vendredi 14 septembre 2001. Grâce à la reprise de la négociation sur tous les marchés à terme de l'énergie et des métaux, les opérateurs ont bénéficié d'une transparence fiable des cours pour la première fois en quatre jours et les contrats d'options sur l'or et l'argent ont pu expirer dans les délais et sans difficulté.

Notre stratégie convient actuellement à nos clients, comme le prouve l'augmentation de 27 % en rythme annuel du volume global de négociation et de compensation jusqu'en octobre 2005. Nous continuerons à suivre la voie définie par le marché, quelle que soit son évolution.

