



1 à 2 % seulement des transactions effectuées sur le marché à terme se terminent par une livraison physique de marchandise, lorsque les positions ne sont pas débouclées à temps.

Comment vendre ses céréales ? Réponse peut-être la plus simple à mettre en œuvre : via un contrat « spot » sur le marché physique. À une date  $t$ , acheteur et vendeur se mettent d'accord sur un prix, un volume et un mode de paiement, la livraison étant immédiate. Problème : ce système ne donne pas de visibilité à long terme sur les prix de vente, un élément pourtant capital pour sécuriser sa marge en des temps où la volatilité des cours ne cesse de croître. Une autre possibilité consiste à signer avec son vendeur un contrat « forward » : les deux parties s'entendent à une date  $t$  sur un prix, un volume mais pour une livraison différée dans le temps. Si acheteur et vendeur gagnent en visibilité, une difficulté demeure : l'agriculteur vendeur peut avoir du mal à trouver un acheteur intéressé au moment où lui-même souhaite vendre. Pour régler l'absence d'acheteurs sur le marché local, l'autre moyen pour sécuriser ses risques consiste donc à se couvrir sur le marché à terme. C'est un marché « papier » où il est possible de vendre sans avoir la marchandise et d'acheter sans prendre livraison.

## Les marchés à terme Des contrats pour garantir son prix de vente

Contrats simples ou options, le marché à terme offre des moyens pour couvrir son risque prix et s'assurer d'un niveau minimal de rémunération. Explications sur les principes de fonctionnement de cet outil au travers d'exemples.

### Estimer et sécuriser son prix d'objectif

C'est sur le NYSE Euronext (ancien Matif) que les opérateurs français peuvent travailler. Pour se couvrir sur ce marché, l'élément clé consiste à connaître son prix d'objectif. Prenons le cas d'un agriculteur basé à Chartres. Il estime son prix d'objectif à 150 euros/t départ ferme, soit environ 165 €/t sur Euronext où les prix cotent pour des livraisons en rendu Rouen. Il sait qu'il aura des volumes à vendre en novembre 2013. En octobre 2012, il constate que les prix sur le marché à terme à cette échéance s'affichent à 230 €/t, soit 215 €/t départ ferme. Il juge ces cours très intéressants, et décide donc de vendre des contrats à terme sur l'échéance novembre 2013. Une fois à cette date, les cours ont en fait grimpé de 20 €/t et il trouve finalement preneur pour sa marchandise à 235 €/t sur le marché physique. En parallèle de cette vente, il déboucle sa position sur Euronext en rachetant du blé à 250 €/t, compte tenu de la hausse des cours. Bilan, l'agriculteur a vendu sa marchandise à 235 €/t moins une perte de 20 €/t sur le marché à terme. À 215 €/t, son prix final dépasse son prix objectif sans pour autant atteindre les maxima du moment. Mais le système lui a permis de sécuriser son revenu bien avant la vente effective de sa récolte.

### Une compensation en cas de baisse des cours

Une opération de couverture sur le marché à terme montre d'autant plus son intérêt en cas de chute des prix. Envisageons une baisse, les cours rendu Rouen tombent de 230 à 150 €/t entre octobre 2012 et novembre 2013 (figure 1). En novembre 2013, l'agriculteur doit vendre sa marchandise à 135 €/t départ ferme sur le marché physique. Il n'atteint pas son prix d'objectif... Mais c'est sans compter le gain de 80 €/t engrangé lors du rachat de ses contrats sur le marché à terme : il ne doit racheter les contrats qu'il avait vendus à 230 €/t qu'à 150 €/t. Au total, l'agriculteur vend donc sa marchandise 215 €/t... Dans les deux cas, il s'agit d'un jeu à somme nulle : les gains ou les pertes sur le marché physique sont compensés de manière symétrique sur le marché à terme. L'intérêt est clair : fixer son prix à l'avance.

### Les options pour mieux profiter des hausses sans risque

Pour mieux profiter d'éventuelles hausses des cours, il est possible de souscrire une option. Cette autre forme de contrat à terme se rapproche du principe de l'assurance. L'agriculteur acquiert le

## Limiter les conséquences d'une baisse des prix

Contexte : Céréalière basé à proximité de Chartres, Albert Durand décide de passer par le marché à terme

### Marché physique

### Marché à terme

#### Son prix d'objectif

- En prix départ ferme : 150 euros/t
- En prix rendu Rouen (cotation donnée sur Euronext) : 165 euros/t (150 €/t + 15 €/t de « coûts d'approche »)

#### Octobre 2012

- L'agriculteur n'a pas de marchandise à vendre
- 230 euros/t  
Le prix est intéressant : l'agriculteur achète des contrats à terme

#### Les prix baissent

#### Novembre 2013

- 135 euros/t  
L'agriculteur vend
- 150 euros/t  
L'agriculteur achète des contrats pour « déboucler » ses positions

#### Par rapport au prix d'objectif

- - 15 euros/t
- + 80 euros/t

#### Prix final

- 215 euros/t

droit d'acheter ou de vendre une quantité définie de blé à un prix fixé de façon anticipée pendant une période convenue à l'avance. C'est un droit, donc il peut choisir ou non de s'en

servir. Ce service a bien sûr un coût. Reprenons l'exemple précédent : en octobre 2012, l'agriculteur achète cette fois-ci non plus un contrat de vente mais une option qui lui permettra, s'il le souhaite, de vendre des lots de blé à 230 €/t en novembre 2013. Si les prix montent de 20 €/t entre les deux échéances, l'agriculteur n'a pas intérêt à exercer son droit de vente. Il vaut mieux qu'il profite de l'embellie pour vendre son blé à 215 €/t sur le marché physique. Il perd alors seulement le coût de l'option. Si les prix chutent de 80 €/t entre octobre 2012 et novembre 2013, il devient à l'inverse intéressant pour lui d'exercer son option.

## L'option est une autre forme de contrat à terme qui se rapproche du principe de l'assurance.

D'un côté, il vend donc sa récolte à 135 €/t sur le marché physique mais il récupère 80 €/t sur le marché à terme en rachetant à seulement 150 €/t des contrats qu'il a vendu à 230 €/t.

Au final, sa tonne de blé lui a donc rapporté 215 €/t... desquels il faut toutefois déduire le coût de l'option.

## Suivre ses positions

Si un agriculteur a plutôt tendance à acheter des options de vente afin de se prémunir contre une baisse des cours, un utilisateur de céréales (meunier, fabricants d'aliments...) privilégiera davantage les options d'achat car son objectif est de se protéger contre les hausses. La valeur de l'option dépend de plusieurs éléments : la nature du sous-jacent (blé, maïs, colza), sa valeur, la volatilité (c'est-à-dire son

potentiel de hausse et de baisse par rapport aux niveaux historiques), l'échéance retenue, la liquidité du marché ainsi que le niveau de prix assuré et le risque pris.

Indiscutablement, les contrats à terme, quels qu'ils soient, présentent plusieurs avantages : ils sont totalement standardisés, le risque de contrepartie n'existe pas, ils s'insèrent dans un système transparent, efficient et liquide car les volumes traités sont importants. Mais il nécessite à l'inverse un suivi quotidien de ses positions ainsi qu'un minimum de trésorerie (voir encadré). ■

Hélène Morin, Agritel

hmorin@agritel.com

Valérie Noël

v.noel@perspectives-agricoles.com

1

## Attention à la trésorerie

### • Les appels de marge

Pour garantir la sécurité des transactions sur le marché à terme, la chambre de compensation s'assure en permanence que les différentes contreparties ont suffisamment de trésorerie pour faire face à leurs positions. Chaque intervenant doit donc ouvrir un compte dédié auprès d'un compensateur sur lequel la chambre de compensation opère des appels de marge réguliers en fonction de ses pertes et gains potentiels.

### • Le dépôt de garantie

À chaque fois qu'un contrat est souscrit sur le marché à terme, un dépôt de garantie est demandé à l'intervenant. Il se situe autour de 10 % de la valeur du contrat mais peut être revue à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution des prix... Ce qui peut déboucher sur une somme importante dans les contextes volatils.

### • Les frais de transaction

Pour chaque transaction effectuée, un coût est facturé à l'utilisateur. Pour un agriculteur qui traite 10 à 15 lots par an, il est de l'ordre de 0,60 €/t.