



Gazette de la Chambre

Lettre d'information de la Chambre arbitrale maritime de Paris

Comité éditorial : Philippe Delebecque - Pierre Raymond - Jean Yves Grondin

Editeur : Jean Yves Grondin

Le shipping et les marchés à terme, une brève introduction.

Jean-Yves Grondin - Arbitre maritime

680 trillions de dollars américains à fin juin 2008 ! Voilà selon la BRI (Banque des règlements internationaux) le montant faramineux représentant la valeur nominale des engagements circulant sur les marchés à terme mondiaux. Le shipping avait sa part, puisque 125 milliards de dollars américains, en année pleine, c'est le montant record engagé dans les marchés à terme de cette industrie (hors marché pétrolier), montant qui devance depuis 2006 celui du fret sur le marché physique. Évidemment, la situation de l'automne 2008 a handicapé cette folle croissance et, selon les meilleures sources, rien ne sera plus comme avant. « *Back to basics* » titrait ainsi l'hebdomadaire Tradewinds (21 novembre 2008), et P. Louis-Dreyfus, Président de l'ECSA (Association des armateurs de la Communauté européenne), de son côté, invitait, entre autres, ses adhérents à revenir à leur métier de base et limiter leurs interventions sur les marchés à terme à l'arbitrage plutôt qu'à la spéculation (Lloyd's List - 5 décembre 2008).

D'autres, en revanche, prédisent qu'une fois le marché physique stabilisé et consolidé, les marchés à terme repartiront vigoureusement.

Que recouvre exactement cette expression de « marché à terme » pour le shipping ? Comment cela fonctionne-t-il ? Questions auxquelles cet article va tenter d'apporter une réponse simple à l'intention des non-spécialistes (que les professionnels de la profession veuillent bien, quant à eux, m'excuser par avance des simplifications opérées !)

Le principe - Luc rencontrant Mathieu le jour de Pâques parie avec lui que l'indice 'xyz' du fret au jour de la Pentecôte indiquera 20,000 \$. Au jour convenu, l'indice est à 15,000 \$. Luc a perdu, il règle à Mathieu 5,000 \$. L'indice aurait-il été à 25,000 \$, Luc aurait gagné et c'est Mathieu qui lui aurait payé 5,000 \$. Passer du principe à la réalité, demande la mise en oeuvre d'instruments financiers dont la valeur dérive de la valeur d'un sous-jacent, c'est à dire de la fluctuation de la valeur d'un actif réel.

L'utilité - Initialement, le recours aux marchés à terme, principalement sur les soutes avant que cela ne se développe pour le fret sec (BIFFEX d'abord, de 1985 à 2001), puis le fret liquide, participait à une stratégie de gestion des risques, quasiment assimilable à une assurance. Par exemple, un armateur qui avait un contrat de tonnage pluriannuel à taux de fret fixe avec son client, pouvait rechercher une couverture pour tout ou partie du prix de la consommation de soutes des navires appliqués au contrat, annulant ou réduisant le risque, non maîtrisable autrement, d'évolution à la hausse dudit prix des soutes – composante majeure de la formation du prix du fret. Si les soutes montaient par rapport au prix auquel le fret avait été calculé, le revenu du contrat était moins favorable, mais il était compensé par un gain d'arbitrage sur les soutes. Si les soutes baissaient, le revenu du contrat était meilleur, mais il était amputé par la prime à payer sur l'arbitrage des soutes.

Le marché se développant, surtout après 2005, les banques et institutions financières sont entrées en force dans le jeu (représentant jusqu'à 40 % du marché) dans un but quasi exclusivement spéculatif, tirer profit des variations du marché, entraînant avec eux de nombreux intervenants, armateurs, affréteurs, opérateurs, industriels et bien sûr, sociétés de négoce qui étaient déjà rompues aux marchés à terme des matières premières. Cette croissance présente au moins un avantage, celui d'une plus grande liquidité de ce marché, désormais mieux à l'abri d'éventuelles manipulations dont il fut parfois accusé dans le passé. Ainsi, d'une technique de gestion des risques commerciaux liée à l'activité principale de transporteur maritime, on est arrivé à la constitution de centres de profit spécifiquement dédiés à la mise en oeuvre des instruments financiers propres ou adaptés au secteur maritime.

Les principaux instruments

Options : C'est un contrat par lequel une partie, contre le paiement d'une prime, a le droit – mais pas l'obligation – de vendre (« *put* ») ou d'acheter (« *call* ») quelque chose dans le futur à un prix déterminé à l'avance (« *strike price* », prix d'exercice).

FFA – Forward freight agreements : C'est le contrat le plus répandu, il oblige deux parties, fixant un prix déterminé à l'avance. Plus exactement c'est un contrat portant sur l'échange financier à terme fondé sur la différence (CFD - « *Contract for difference* ») entre un prix déterminé à l'avance et le prix réel sans qu'il y ait mise à disposition physique du sous-jacent. Cet échange repose sur 5 éléments :

- 1- Une route (définie par le Baltic Exchange)
- 2- Un tonnage
- 3- Une période ou une durée
- 4- Un prix
- 5- Un index de référence (tel que défini par le Baltic Exchange).

Synthetic time-charter : Principalement utilisé par les institutions financières et fondé sur les résultats de voyage d'un navire (ou d'une part de navire) à une date déterminée par comparaison au revenu du marché réel. **Floating time-charter** : Cela ressemble à l'affrètement à temps, sauf qu'il n'y a évidemment pas de mise à disposition physique d'un navire et que le règlement s'effectue sur la différence entre le loyer réel et le loyer calculé sur la base de la moyenne mensuelle d'un index, principalement celui du Baltic Exchange ; par exemple la route TD3 : Golfe Persique (Ras Tanura)/Japon (Chiba) pour un pétrolier de 260,000 dwt.

Le shipping et les marchés à terme, une brève introduction (suite)

Index-linked profit sharing : Il s'agit d'une variante de l'instrument précédent dans lequel, au-delà d'un plafond le profit est partagé selon une clef prédéterminée entre l'armateur et l'affrèteur.

L'imagination des financiers étant sans limites d'autres instruments existent.

Le Baltic Exchange - C'est une société appartenant à ses membres, basée à Londres, où, historiquement, dès 1744, les marchands et les Capitaines se retrouvaient pour fixer les taux d'affrètements en fonction de l'offre et de la demande – ce fut, en fait, longtemps une bourse des frets. De nos jours, sa principale activité est de produire de l'information spécialisée : rapports d'affrètement, rapports sur les questions liées au shipping ou au négoce de matières premières et publication quotidienne d'indices. Ces indices servent de références dans la mise en oeuvre des instruments tels que les FFA, dont les courtiers spécialisés sont, à la fois membres du Baltic Exchange et du FFABA (« *Forward freight agreement brokers association* »).

Par exemple, l'indice des **Capesizes (BCI)**, est établi à 13:00 h UTC selon les données quotidiennes remise par un panel 13 courtiers : Arrow Chartering, Banchemo Costa, BRS, Clarkson, Fearnley, Gibson, Howe Robinson, Ifchor, Ildo, LSS, Neo Chartering, SSY et Thurlerstone. Il s'agit d'un indice composite formé à partir des taux d'affrètement de 10 voyages types aux caractéristiques différentes, pondérés d'un coefficient selon l'importance relative de chacun.

Route	Taille du navire	Cargaison	Description du voyage	Poids
C2	160,000	Minerai de fer	Tubarao (Brésil) - Rotterdam	10%
C3	150,000	Minerai de fer	Tubarao - Beilun/Baoshan (Chine)	15%
C4	150,000	Charbon	Richards Bay (Afrique du Sud) - Rotterdam	5%
C5	150,000	Minerai de fer	Ouest Australie - Rotterdam	15%
C7	150,000	Charbon	Bolivar (Colombie) - Rotterdam	5%
C8	172,000	Affrètement à temps	Voyage transatlantique 40-45 jours aller/retour, livraison Gibraltar-Hambourg.	10%
C9	172,000	Affrètement à temps	Voyage Europe - Asie, 65 jours environ	5%
C10	172,000	Affrètement à temps	Voyage inter Asie 30-40 jours, livraison Chine-Japon	20%
C11	172,000	Affrètement à temps	Voyage Asie - Europe, 65 jours environ	5%
C12	150,000	Charbon	Gladstone (Australie) - Rotterdam	10%

L'évolution de ce même indice depuis 2006 est représentée par le graphique ci-dessous :



Il est aisé de comprendre que ceux qui, en juillet, anticipaient une reprise du marché chinois (en minerai de fer pour les aciéries, par exemple) après les Jeux olympiques et ont pris des positions spéculatives dans ce sens ont eu un réveil douloureux en octobre. Selon le quotidien « Lloyd's List » du 16 décembre 2008, l'armateur COSCO aurait ainsi perdu environ 4 milliards de Yuan, (soit 580 mio \$) depuis le 30 septembre.

Fonctionnement (simplifié) - Deux solutions se présentent pour intervenir. Soit de gré à gré (OTC « *Over the counter* »), via un courtier spécialisé, les deux parties concluant un contrat selon un formulaire standard (FFABA 2007, alternativement ISDA) et faisant leur affaire chacun de la solvabilité de l'autre (« *credit risk* »), plus généralement de la qualité de la contrepartie ; soit via une société dont chacune des parties est membre et qui agit comme une chambre de compensation (« *clearing house* »). La solution est plus coûteuse, mais garantit, jusqu'à un certain point, la transaction, même en cas de défaillance. Le quatrième trimestre 2008 a vu une diminution drastique des contrats OTC et une migration vers les contrats compensés ; environ 58% désormais, contre 28% en 2007.

Les contrats à terme sont fondés sur un indice composite, ou sur une route particulière ou un panier de routes. La taille du lot qui se négocie est de 1,000 tm ou d'une journée d'affrètement à temps (ou des multiples). La date de départ et la durée d'engagement sont libres. Le règlement se fait en général sur la moyenne de l'indice des 7 derniers jours de la période contractuelle.

Prédiction du marché - La question s'est souvent posée de savoir si les taux conclus à terme peuvent servir d'indication sur le niveau à venir du marché physique. Une récente étude de la London Cass Business School effectuée entre 2003 et 2007 montre, en ce qui concerne le marché du vrac sec, que le degré de corrélation entre le futur et le physique n'est que de 60 %, et l'auteur de l'étude rappelle opportunément que jouer à pile ou face donne 50 % de chances de gagner ! Concernant le marché pétrolier, le résultat est bien meilleur, atteignant les 80 % de corrélation. Consolidation des liquidations (« *netting* »)

L'ampleur inattendue de la chute des marchés et les échéances mensuelles à venir des prochains contrats ont amené la chambre de compensation norvégienne NOS et le courtier FIS à provoquer un accord entre quelques intervenants majeurs sur un système de compensation des règlements mensuels qui prend toute son importance en cas de défaillance d'un intervenant dans un ensemble de contrats. 38 participants pour environ 300 mio \$ d'encours, en octobre – alors que le marché du mois avait une valeur notionnelle de 20,25 milliards \$ – et 44 pour 623 mio \$ en novembre puis 40 pour 600 mio \$ en décembre ont participé à cet arrangement. Ce système permet de consolider la position globale des contrats d'une même devise arrivant à échéance à la même date, excluant volontairement le défaillant qui interrompt la chaîne en ne payant pas, mais qui, selon les législations, peut avoir l'obligation de recouvrer, y compris de manière contentieuse, le montant qui lui est dû. La loi applicable au contrat est donc primordiale.

Réunion de Londres - La situation critique du moment et les très grandes inquiétudes qui en découlent ont conduit à une réunion de crise le 19 novembre dernier suivie par près de 400 armateurs, affréteurs, opérateurs et courtiers. Bien que 99 % des règlements aient été opérés sans défauts en octobre, les liquidations des mois à venir restent pré-occupantes et des préconisations aussi excessives que l'arrêt temporaire du marché des FFA ou la cessation de la publication des indices du Baltic Exchange furent évoquées ! Des mesures moins radicales sont aussi envisagées, l'utilisation des contrats « *Exchange for physical* » (passage de contrat de gré à gré à contrat compensé) ou l'utilisation dans les chartes-parties de clauses comme la « *BHP-Billiton set-off clause* » permettant la combinaison des risques « papier » et physique des contreparties.

Le fret est devenu une marchandise (« *commodity* ») comme les autres qui, à l'instar des céréales, du pétrole et d'autres, a désormais durablement un marché à terme au côté du marché physique. Traditionnellement les armateurs et opérateurs arbitraient leurs risques en partageant l'engagement de leur flotte entre le marché spot et les COA, l'affrètement au voyage et l'affrètement à temps, désormais, et malgré la situation actuelle, on peut penser que l'utilisation des marchés à terme survivra à la crise, et que son utilisation spéculative sera seule – significativement ? - ralentie sans, espérons-le, en obérer la liquidité. Ceci va d'ailleurs de pair avec le renouvellement des générations des cadres des sociétés engagées dans le shipping, désormais beaucoup plus formés que leurs prédécesseurs à la gestion financière pointue conduisant, dans ce domaine comme dans d'autres, à une financiarisation croissante de ces activités.

