

Par le Centre de recherche sur la gestion (Cereg)

Volatilité et liquidité sur le marché du pétrole brut

Delphine Lautier et Fabrice Riva, maîtres de conférences à l'université Paris-Dauphine

Avec la situation politique de l'Irak et la montée en puissance de la Chine, l'or noir revient sur le devant de la scène mondiale. Du point de vue financier, il ne l'a cependant jamais quitté. Le marché à terme américain du pétrole brut est en effet le premier marché dérivé de matières premières au monde. Pour donner un bref aperçu de cette formidable mécanique, voici quelques informations concernant l'évolution de la volatilité des prix sur le marché du pétrole brut depuis quinze ans – de janvier 1989 à décembre 2003 – ainsi que celle de la liquidité du marché. Celle-ci représente la possibilité, pour un opérateur, d'effectuer une transaction rapidement et sans avoir à subir de trop fortes variations des cours. C'est l'une des conditions assurant l'efficacité des opérations de couverture contre le risque de fluctuation des prix. Mais l'intérêt accru porté au pétrole se double d'inquiétudes quant à la volatilité des prix. Qu'en est-il réellement ?

L'étude des écarts types des rendements des prix à terme montre, comme l'illustre le graphique, que l'on assiste effectivement à une augmentation de la volatilité, depuis 1999. Quant à la fréquence de distribution des variations quotidiennes des prix, elle indique que la période 2000-2003 est caractérisée par une diminution des fluctuations de faible ampleur – les variations inférieures à 1 % représentent 23,5 % du total entre 1989 et 2003 ; pour les années 2000-2003, leur proportion passe à 19,3 % – et une augmentation des fluctuations de grande ampleur. Les interrogations relatives à la volatilité des prix sont donc fondées. Face à cet accroissement, comment les instruments assurant une protection contre ces fluctuations évoluent-ils ? L'analyse des volumes de transaction et de la position ouverte – qui représente le nombre de contrats n'ayant

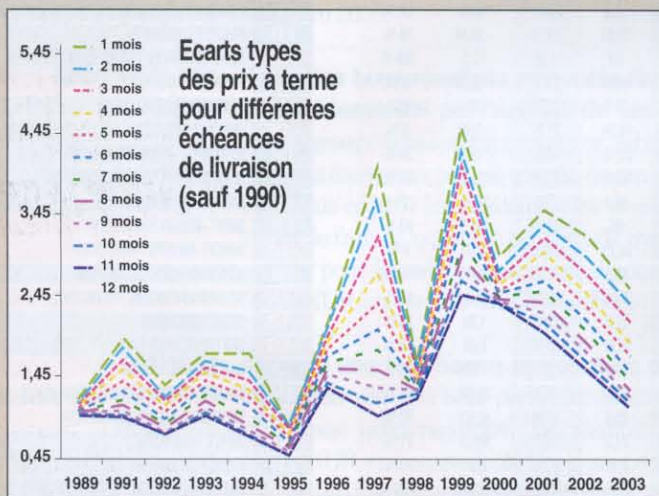
pas encore été compensés – apporte une réponse à cette question. Ces deux indicateurs permettent en effet d'appréhender la liquidité du marché.

Depuis 1989, le volume des transactions a augmenté de plus de 133 % sur le marché du pétrole brut, passant d'une moyenne quotidienne de 82 440 contrats à terme en 1989 – c'est-à-dire 82,44 millions de barils – à 192 383 en 2003. Par ailleurs, sur le marché du pétrole brut – comme sur tous les marchés dérivés –, la liquidité est concentrée sur les maturités les plus

idées du nombre de contrats qui sont susceptibles d'être échangés. Entre 1989 et 2003, cet indicateur augmente de 144 %. Il passe d'une moyenne quotidienne de 233 382 contrats en 1989 à 569 395 en 2003. Tout au long de la période, la position ouverte est donc environ trois fois plus grande que le volume des transactions. Ce chiffre signifie que la position ouverte se renouvelle tous les trois jours. Or, en 2003, elle représente en moyenne 280 jours de la production de l'Opep !

La position ouverte est, elle aussi, concentrée sur les maturités les plus courtes. Cependant, contrairement à ce que l'on observe pour le volume des transactions, au fur et à mesure que le marché évolue, et que de nouveaux contrats ayant des maturités plus éloignées sont introduits sur le marché – le nombre de maturités est ainsi passé de 11 à 33 entre 1989 et 2003 – cette concentration s'atténue : les trois premiers contrats représentaient 64,1 % de la position en 1989 ; cette proportion est passée à 49,2 % en 2003. Par conséquent, même si les échanges sont de plus en plus fournis sur les maturités courtes, ce rééquilibrage de la position ouverte indique qu'il y a également de plus en plus d'opérateurs qui prennent des posi-

tions sur les maturités longues, donnant ainsi la possibilité de se couvrir sur des échéances de plus en plus éloignées. Ainsi, face à la volatilité croissante des prix, le marché du pétrole brut offre une liquidité toujours plus grande. Dans la mesure où celle-ci contribue à l'efficacité des opérations de couverture, il ne faut pas nécessairement s'en inquiéter. Soulignons néanmoins que la liquidité favorise des opérations financières de toute nature, qu'il s'agisse de couverture, d'arbitrage... ou de spéculation !



L'intérêt accru porté au pétrole se double d'inquiétudes quant à la volatilité des prix.

courtes : les trois premiers contrats à terme représentent en effet près de 82 % du volume des transactions en 2003, et presque 97 % du volume sont concentrés sur des échéances inférieures à deux ans. A titre de comparaison, sur le marché des changes à terme, qui est l'un des plus grands marchés du monde, les maturités supérieures à un an ne représentent que 1 % du volume (BIS Quarterly Review, 2003) !

La position ouverte permet d'apprécier la profondeur du marché car elle donne une