

ENTRETIEN AVEC LÉO MELAMED

CHAIRMAN EMERITUS, CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE

*• Le premier marché à terme est né
lorsque Moïse est allé voir Pharaon •*

— REF : *Comment l'idée de lancer sur le Chicago Mercantile Exchange un marché de futures sur instruments financiers vous est-elle venue ?*

— Léo Melamed : A l'époque, je présidais le CME, et j'avais pour priorité le redéveloppement de nos marchés. L'expérience accumulée alors que j'étais jeune « runner » sur le parquet de la bourse m'avait appris qu'un marché dépendant d'une seule marchandise était extrêmement vulnérable. Dans le passé, seuls les contrats sur œufs et produits connexes s'échangeaient sur le Chicago Mercantile Exchange. Lorsque ces types de produits cessèrent brusquement d'être d'une quelconque utilité pour les opérateurs à terme, le CME faillit presque disparaître. Plus tard, les autorités de tutelle du marché tentèrent de le réanimer avec des contrats sur bétail et autres sortes de viandes. Au moment où j'ai hérité de la Présidence, la bourse affirmait sa vocation de marché de la viande. Fort de l'expérience acquise avec les contrats sur œufs, je savais que le marché conserverait son caractère vulnérable s'il ne s'y négociait pas autre chose que de la viande. Donc en premier lieu, je m'intéressais au lancement de contrats sur de nouveaux produits. Par ailleurs, j'étais extrêmement attentif à la conjoncture économique mondiale. Bien que n'étant pas économiste de formation, j'étais président d'une bourse de commerce et je m'intéressais à ce qui se passait dans le monde. J'avais compris que le vieux système de parités fixes défini par les accords de Bretton Woods ne fonctionnait plus très bien et que le système de taux de change fixes n'allait plus forcément durer très longtemps. J'avais d'ailleurs beaucoup lu à ce sujet. Mon maître à penser en la matière était Milton Friedman qui, à l'époque professait à l'Université de Chicago. Bien que ne comptant pas parmi ses étudiants, je me tenais très informé de ses thèses économiques et notamment celles sur le marché des changes et Bretton Woods.

Le problème des changes était donc dans l'air. Les journaux en parlaient et la chose alimentait les conversations. Les économistes et le gouverne-

ment glosaient sur les incessantes dévaluations et révaluations. Le système défini à Bretton Woods ne fonctionnait plus, que ce soit en France, en Grande-Bretagne ou dans les différents pays ayant adopté le mécanisme des taux de change fixes. Ces événements, conjugués à ma propre volonté de trouver un nouvel instrument financier, me firent me poser la question : pourquoi ne pas créer un marché à terme de devises ? Si Bretton Woods s'effondrait, le système de parités fixes disparaîtrait. Le marché des changes trouverait là un terrain de développement idéal débarrassé des parités fixes. Je ne suis pas sûr d'avoir été le seul à y penser, mais j'étais le seul qui soit aussi président d'une grande bourse à Chicago. N'étant pas économiste de formation, mais avocat, il ne m'aurait pas été possible, bien entendu, d'en arriver seul à cette conclusion. Mais j'en savais suffisamment sur les mécanismes de marché pour savoir que je tenais là une bonne idée. Je décidai alors de soumettre l'idée à Milton Friedman, qui jugerait de sa valeur. Je l'ai donc appelé, modestement, et nous avons décidé de nous rencontrer. Je lui ai expliqué ce que j'avais en tête et il trouva l'idée excellente. Je lui demandai alors s'il était possible qu'il m'écrive quelque chose sur la faisabilité de l'idée, pensant que son appréciation verbale ne suffirait peut-être pas à convaincre un gouvernement, voire la communauté financière dans son ensemble. Un écrit de Milton Friedman ferait quasiment office de sauf-conduit. Friedman me donna son accord et nous factura 5000 dollars pour rédiger l'étude de faisabilité qui, une fois en poche, me donnait l'assurance que je pouvais tenter de la mettre en pratique sans courir à l'échec. C'est ainsi que tout commença.

180

— *Comment se fait-il que les marchés à terme aient commencé avec les marchandises et les matières premières avant de s'étendre, beaucoup plus tard, aux instruments financiers ? Ne croyez-vous pas que quelqu'un aurait pu penser à d'autres instruments financiers sujets à une certaine volatilité ?*

— Il est sûr que les contrats à terme d'instruments financiers ne sont apparus qu'après le lancement des contrats de devises, mais il est difficile de savoir exactement pourquoi. Je pense simplement que personne n'avait pensé à étendre les contrats à termes aux instruments financiers avant que je commence avec les devises à Chicago. Du point de vue historique, les marchés à terme ont toujours été orientés vers la résolution de problèmes liés à l'agriculture. J'aime à dire que le premier marché à terme est né lorsque Moïse est allé voir Pharaon pour lui parler du rêve dans lequel il avait vu l'Égypte traverser sept années de vaches grasses suivis de sept années de vaches maigres, et qu'elle devait se préparer à la seconde période en stockant du blé. On trouve ici le premier exemple de couverture à l'achat et donc, le premier exemple de marché à terme. Bien entendu, la

véritable origine des marchés à terme remonte au seizième siècle, et prend ses racines dans les foires danoises. Ces marchés ont de tous temps servi aux négociations de produits agricoles, probablement parce que les variations de prix de ces produits faisaient l'objet d'une réelle préoccupation et représentaient le principal centre d'intérêt des hommes. Lorsque le transport international des marchandises s'effectuait par voie maritime, on se demandait toujours si le bateau allait arriver au port ou non. De plus, les moissons étaient toujours à la merci du temps, et on se demandait si la récolte allait être bonne ou mauvaise. Autant de variables qui préoccupaient la majorité des gens. Qui plus est, historiquement parlant, les instruments financiers sont un concept relativement nouveau. Les instruments financiers sont probablement nés au début du XIX^e siècle, alors que les produits agricoles et leurs variations de prix existaient depuis des siècles déjà. Sur le plan historique, donc, les marchés à terme ont toujours été orientés vers l'agriculture. Le premier vrai marché de future de l'existence duquel nous ayons des preuves tangibles fut le marché du riz, organisé à Osaka au début du XVII^e siècle. Le riz était bien sûr un produit d'une importance extrême au Japon et son prix fluctuait beaucoup. Là encore, c'est la fluctuation des prix qui donna naissance à un marché de contrats à terme sur le riz. Tout cela restait cependant axé sur l'agriculture. Au début du XIX^e siècle, le Chicago Board of Trade, avec ses contrats sur blé et sur céréales, transplantait le principe des marchés à terme aux Etats-Unis. Le Chicago Mercantile Exchange naquit ensuite, avec les marchés du beurre et des œufs. L'agriculture était encore le centre des préoccupations. Je ne crois pas que quelqu'un ait pensé que la même idée pourrait marcher avec les instruments financiers avant que je n'arrive à la tête du CME en 1972.

181

— *D'où venaient les premiers opérateurs sur futures financiers ?*

— Pour répondre brièvement, on pourrait dire de partout. Cependant, le premier groupe de traders s'est constitué de gens que j'avais convaincus, qui avaient travaillé sur le bétail, les porcs et à la corbeille de la carcasse de porc sur le CME. Je savais bien sûr que ces quelques opérateurs ne me permettraient pas de constituer un véritable marché, étant plus intéressés par leurs propres produits et leur propre savoir-faire en matière de viande. L'idée m'est alors venue que pour assurer le développement de ces nouveaux marchés, il me faudrait créer une division spéciale au sein du CME, et vendre des sièges aux personnes désireuses de faire une carrière dans les futures de devises ou, au moins, dans les contrats à terme d'instruments financiers. J'ai donc créé l'International Monetary Market, l'IMM, avec pour objectif spécifique de rassembler des adhérents uniquement autorisés à négocier des instruments financiers. L'IMM devint un

creuset de savoir-faire parce que les sièges étaient vendus 10 000 dollars aux nouveaux adhérents. La première année, le nombre d'adhérents s'est élevé à 150 personnes, assez jeunes, venues là probablement avec une vision de long terme plutôt que de court terme. Ces adhérents venaient de tous les horizons pour développer ou m'aider à développer ces marchés. Je pense qu'il a fallu une dizaine d'années pour convaincre le monde que notre idée était bonne. Cela ne s'est pas fait en un jour. Les trois ou quatre premières années furent vraiment difficiles, et même après, le processus ne se poursuivit que lentement. J'ai prêché dans le désert pendant très longtemps, donné des conférences aux quatre coins du monde sur ces marchés, et il est passé de l'eau sous les ponts avant que les gens n'y viennent vraiment et apprennent à s'en servir.

— *Quel était le sentiment des autorités de tutelle ?*

182

— Par autorités de tutelle (regulatory authorities), on entend généralement autorités fédérales. Cela fait une différence aux Etats-Unis, comme d'ailleurs dans tous les autres pays que je connais. Cette différence s'exprime au plus haut niveau de l'Etat. Avant l'ouverture de l'IMM et le lancement du premier marché à terme de devises, je suis allé rendre visite sur visite à différents personnages de l'Etat tels que le Secrétaire du Trésor, George Schultz, l'ancien Secrétaire d'Etat, M. Arthur Burns qui présidait aux destinées de la Fed, et même le représentant du Président Richard Nixon. A cette époque, personne ne me connaissait. Et bien sûr, je me présentais toujours avec l'étude de Milton Friedman, qui était pour moi un meilleur sauf-conduit que moi-même. Sur le plan théorique, l'idée était bonne et ces personnages la soutenaient moralement. Il faut se rappeler qu'à ce moment-là je n'avais qu'une trentaine d'années et que j'étais un parfait inconnu. Pour sa part, George Schultz m'avait gratifié de ses encouragements, tout en me disant qu'il ne pensait pas que l'idée puisse être mise en œuvre. J'avais donc l'encouragement moral des autorités de l'Etat et les marchés n'avaient alors pas d'autres autorités de tutelle. La CEA (Commodity Exchange Authority) ne disposait que de pouvoirs limités, et ne supervisait que certains marchés agricoles. C'était un petit organisme rattaché au Département de l'Agriculture, qui se souciait fort peu de ce que nous pouvions faire. Je n'avais donc personne au-dessus de moi qui me dise quoi faire ou ne pas faire. S'il y avait eu une autorité de tutelle, j'aurais peut-être eu beaucoup plus d'ennuis. Mais il n'en y avait pas et j'avais pris soin d'aller consulter les responsables de l'Etat, de façon à ne pas réveiller qui que ce soit. En fait, j'avais même envoyé une délégation auprès de toutes les banques centrales pour les informer que nous allions travailler sur leur monnaie. Je me suis moi-même rendu en Angleterre, en Italie, en Allemagne, en Suisse et autres pays, pour voir les gouverneurs de banques

centrales et les informer de nos plans. Non pas pour leur demander leur permission, puisque nous n'avions pas besoin de leur permission, mais par simple correction. Il n'y avait donc pas d'autre autorité de tutelle, à proprement parler. En fait, ce fut le cas jusqu'en 1976, jusqu'à la naissance de la CFTC, la Commodity Futures Trading Commission. Comme à cette époque, notre marché fonctionnait déjà, nous n'avions plus besoin de son approbation. En revanche, nous en avons eu besoin par la suite, lorsque nous avons lancé le marché des T-bills. C'était une nouvelle étape de l'histoire des marchés financiers puisque nous lancions des contrats de taux. C'était aussi la première fois qu'il nous fallait l'approbation d'une autorité de tutelle fédérale, la CFTC. Et ce ne fut pas chose facile. Il nous a fallu un an pour leur faire comprendre l'idée sous-tendant les contrats à terme sur T-bills. Et même alors, la CFTC ne voulait pas bouger. De création trop récente, cet organisme ne pouvait pas apprécier les différentes implications du lancement de ce marché. Ses responsables avaient tout simplement peur de prendre une décision. Je sentais que pour avoir leur feu vert, il faudrait que le Secrétaire du Trésor de l'époque, Bill Simon, s'en mêle. J'ai donc une nouvelle fois téléphoné à Milton Friedman, avec qui j'étais devenu ami, et je lui ai dit : « J'ai besoin de ton aide. Nous avons pensé créer un contrat à terme sur T-bills et je vais t'envoyer les études. Je pense que tu vas trouver l'idée excellente, mais j'ai besoin que le Secrétaire du Trésor dise la même chose à la CFTC. Si tu trouves l'idée bonne, j'aimerais que tu puisses l'appeler. Je prendrai alors rendez-vous pour le rencontrer. » Milton Friedman trouva l'idée excellente et appela donc Bill Simon, que je rencontrai. Le Secrétaire du Trésor donna son feu vert à la CFTC qui, à son tour, approuva le principe des contrats à terme sur T-bills. C'est ainsi que nous avons commencé à travailler sur les taux d'intérêt. Le reste appartient à l'histoire.

183

— *Les autres bourses, notamment l'AMEX ou le NYSE, considéraient-elles les contrats à terme d'instruments financiers comme une menace au moment de leur création ? Comment ont-elles réagi ?*

— Elles dormaient. Elles s'en fichaient totalement. Dans un premier temps, elles pensaient que jamais l'idée ne marcherait. Et si l'idée marchait, ce ne serait pas à Chicago mais à New York, capitale du monde et plus encore, capitale des marchés financiers. Si l'idée marchait, donc, elle devrait être développée à New York plutôt qu'à Chicago. Les deux bourses nous ignorèrent totalement.

J'aimerais simplement dire que l'idée de créer une division séparée a beaucoup compté dans le développement de ces marchés. Ceux-ci avaient en effet besoin de ce que j'avais prévu, à savoir un groupe de courtiers attachés à la réussite de ces marchés. Cela a pris beaucoup de temps. Si j'avais eu affaire avec des courtiers susceptibles de se replier sur des

marchés plus prospères, tels que ceux du bétail ou du porc, ils n'auraient pas consacré le temps et l'énergie nécessaires au développement de marchés nouveaux dont personne n'était certain de la réussite. Je crois que la décision de confier le projet à un groupe de gens spécialisés a contribué davantage à la réussite des contrats d'instruments financiers que mes différentes autres idées. J'en ferai mention lorsque je rédigerai ma propre version de l'histoire de ces marchés, ce que je pense faire dans un avenir proche. Par ailleurs, cette même idée a été copiée par la quasi-totalité des bourses du monde, parce qu'elle marche, tout simplement. J'ai repris cette même idée, un peu plus tard, en créant une autre division au sein du CME, spécifiquement réservée aux contrats sur indices, l'Index and Options Market (IOM). Le Board of Trade a fait exactement pareil en scindant le CBT en plusieurs divisions. Cette idée fonctionne bien.

— *Pourquoi n'avez-vous pas créé une structure commune avec le CBT pour le négoce des contrats à terme d'instruments financiers ?*

— Nos deux institutions étaient trop différentes. Le CBT était la première bourse du monde. Au moment où je suis arrivé à la présidence du CME, notre bourse n'était qu'un minuscule marché de second ordre ne traitant que des contrats sur la viande et, antérieurement, sur le beurre et les œufs. Pour commencer donc, le Board of Trade n'aurait même pas envisagé de faire quoi que ce soit avec nous. Bien que concurrents, nous ne leur arrivions même pas à la cheville. Personne ne pouvait imaginer, ne serait-ce qu'un instant, que les deux organismes puissent faire quelque chose ensemble. Ce n'est que bien des années plus tard, lorsque nous avons atteint la même taille que le CBT, que les deux bourses ont commencé à se considérer comme des égales dans le monde des futures. J'aime à penser que j'ai contribué à l'avènement de l'ère de compréhension et de coopération que nous connaissons aujourd'hui. Rien de tout cela n'était envisageable au départ.

— *Vous avez déjà partiellement répondu à la question que je m'apprêtais à vous poser sur les relations du CME avec les différentes autorités de tutelle. Souhaitez-vous cependant rajouter quelque chose au sujet du lancement des contrats à terme sur T-Bills ?*

— Oui. L'histoire des marchés de taux d'intérêt comporte un point essentiel, que je n'ai pas encore abordé. Lorsque nous avons lancé le marché des contrats sur T-Bills, je savais que le marché des contrats sur l'Eurodollar, que nous étions pressés de lancer sur les taux d'intérêt à court terme, serait un marché plus important encore que celui des contrats sur T-Bills. Nous étions donc extrêmement intéressés par l'Eurodollar, pas seulement par les T-Bills. Le lancement de ce marché se heurtait à un seul obstacle : il n'existait pas à l'époque de règlement comptant, et les taux

d'intérêt, comme les eurodollars, ne pouvaient être physiquement livrés, à l'inverse des T-Bills. Nous avons donc continué sur notre idée de contrats sur T-Bills. Une fois lancée, nous serions peut-être autorisés, si c'était techniquement réalisable, à créer celui des contrats sur l'Eurodollar. Et nous aurions alors une meilleure chance de réussite avec l'Eurodollar, puisqu'il existerait une relation entre T-Bills et Eurodollars. De fait, c'est ainsi que l'histoire allait se dérouler. Nous finîmes par obtenir l'approbation du règlement comptant, ce qui nous conduisit à lancer le marché de l'Eurodollar qui, aujourd'hui, se trouve être le premier marché de taux courts du monde.

— *A quand remonte la pratique du « program trading » et celle-ci a-t-elle modifié l'ambiance des marchés à terme sur indice ?*

— Lorsque nous avons lancé le marché des contrats sur indice, en 1982, nous ne connaissions rien du *program trading*. Il ne faisait pas partie des nombreuses raisons que nous avons avancées à la CFTC pour souligner la nécessité de disposer d'un marché sur indice. Nous ne pouvions prévoir que notre idée servirait ensuite au *program trading*. La pratique du *program trading* est en fait née de la mise en œuvre par le NYSE, indépendamment de notre bourse, d'un programme informatique permettant aux institutionnels d'établir une liste de valeurs mobilières que le programme pourrait alors acheter et vendre en bloc dans le cadre d'une stratégie boursière.

185

Le CME n'y était pour rien. Personnellement, je n'étais même pas informé de l'existence du programme puisqu'il s'agissait d'une question interne au NYSE. Lorsque nous avons lancé notre marché, nous ne connaissions donc rien du *program trading*. C'est en fait deux ans après le lancement du marché, peut-être en 1984 et de toute façon en 1985, que certains investisseurs institutionnels — peut-être Morgan Stanley ou Salomon Brothers — et les traders de ces sociétés comprirent que le programme utilisé à New York en matière de vente effective de valeurs mobilières pouvait également servir à travailler au comptant sur les contrats à terme.

C'est ainsi que les choses se passèrent. Bien entendu, il nous apparut clairement que notre marché bénéficiait de l'utilisation d'une technique évoluée de gestion de portefeuille à laquelle personne n'avait pensé auparavant. Le *program trading* a fait considérablement grimper les volumes échangés sur notre marché. C'est d'ailleurs sur notre marché qu'il trouve l'une de ses principales applications de gestion de portefeuilles. Je pense que son usage a commencé à se développer aux environs de 1984.

— *Comment le CME gère-t-il son Service Recherche, et dans quelle mesure ce service contribue-t-il à la conception de nouveaux produits, notamment les produits sur instruments financiers ?*

— Votre question porte-t-elle sur ce qui se passe aujourd'hui, ou sur ce qui se passait à l'époque où je suis arrivé à la présidence du CME ?

— *Vous avez déjà indiqué que durant votre Présidence, vous étiez personnellement à l'origine d'un grand nombre de nouveaux produits, mais...*

— En ce qui concerne la nécessité d'un marché de contrats sur T-bills, je n'étais pas le seul à le penser. A cette époque, j'avais déjà recruté un économiste du nom de Mark Powers. Il m'a aidé à concevoir le marché des contrats du T-bills. Durant toute cette période, le Service de Recherche n'était pas formellement constitué. J'utilisais les compétences de gens comme Milton Friedman ou des traders du parquet que je respectais. A l'époque, je pensais que les traders en connaissaient davantage que les économistes. Je m'appuyais donc beaucoup sur les idées de gens du parquet et de la communauté du marché. Le Service de Recherche constitua officiellement quelques années plus tard seulement. Nous avons disposé d'un véritable Service de Recherche à partir du milieu des années 80. N'oubliez pas que nous étions en pleine phase de développement. Nous nous organisions donc nous-mêmes, et les experts nous aidaient sur la recherche. En fait, nous avons eu besoin de la recherche dès les années 70, avec la création de la CFTC, qui nous forçait à fournir un grand nombre de documents pour soutenir nos propositions de création de produits. Il était devenu impossible de se passer d'un vrai service de recherche, d'experts en ces questions — d'économistes en particulier — et de Directeurs de la Recherche qui puissent écrire tous ces documents et les présenter à l'autorité fédérale. Sans cette logistique, nous n'aurions jamais pu obtenir l'autorisation de lancement des nouveaux marchés. Pour vous donner un exemple, nous avons attendu le feu vert fédéral au marché S&P pendant quatre ans. Et croyez-moi qu'il a fallu faire travailler un grand nombre d'économistes. Mais à cette époque, je n'étais plus seul, et le début des années 80 ne ressemblait plus du tout au début des années 70.

— *Les contrats à terme d'instruments financiers s'échangent généralement autour de la corbeille. Les nouveaux systèmes de trading tendent à informatiser le marché. Que pensez-vous de cette évolution ?*

— Avant tout, sachez qu'il est clair à mes yeux que les progrès technologiques réalisés ces dernières années rendent impossible tout retour en arrière, pour des raisons d'utilisation, d'efficacité et d'abaissement des coûts de revient. En d'autres mots, le progrès technologique continuera de dicter sa loi au marché dans les décennies à venir, sans aucun doute. Tous les signes le montrent. C'est la raison pour laquelle je crois sincèrement que nos marchés doivent intégrer le progrès technologique ou mourir. Je pense que les corbeilles ont joué un rôle essentiel au niveau de la liquidité des

marchés et qu'elles perdureront tant qu'elles joueront ce rôle mieux que quoi que ce soit. Mais si elles résistent à l'intégration du progrès technologique, tant mécanique qu'électronique, elles disparaîtront. Je crois qu'il faut absolument marier et intégrer corbeille et environnement technologique. C'est l'une des raisons pour lesquelles j'ai fait la promotion de Globex en tant que mécanisme international permettant d'intégrer tous nos marchés au sein d'un seul système électronique homogène qui permettrait, je le crois, la survivance de la corbeille dans un monde mécanisé. Pourtant, si vous me demandez sur quoi débouchera cette évolution dans les années à venir, ni moi ni personne ne sommes capables de le dire. La technologie dirige le monde. Et ce, depuis l'invention de la roue. C'est la technologie qui nous indique la direction que prendra le monde. Et ce mouvement se poursuivra. Et jusqu'à présent, j'ai personnellement essayé d'intégrer cet extraordinaire outil qu'est la corbeille dans le mouvement technologique de sorte que les deux systèmes puissent cohabiter dans le futur prévisible.

— *Il n'en reste pas moins qu'il y a déjà un certain nombre d'ordinateurs autour de la corbeille.*

— C'est vrai. Et de plus en plus. J'ai bien peur que cela ne soit une réalité et que ceux qui tentent d'empêcher le progrès technologique se fassent rapidement dépasser.

Propos recueillis par Jean-Paul Laurent