

4. Marchés dérivés

Au **quatrième trimestre 2004**, la valeur totale des contrats négociés sur les marchés organisés – sur taux, indice boursier et devise – s’est contractée de 3 %, à \$279 000 milliards ; ce ralentissement a été dû exclusivement à la stagnation du segment des taux courts, puisque les transactions sur taux long, indice boursier et devise ont fortement progressé. En fin d’année, les montants notionnels avaient pratiquement retrouvé leurs niveaux de mars, l’essor spectaculaire du premier semestre ayant effacé les baisses enregistrées au second.

La faible activité sur taux courts s’explique sans doute par une plus grande convergence des intervenants sur l’orientation probable de la politique monétaire aux États-Unis après le premier relèvement des taux directeurs, en juin. Dans le compartiment des taux longs et celui des indices boursiers, les opérations de couverture ont peut-être été stimulées par l’anticipation d’une croissance du PIB mondial inférieure aux prévisions, tandis que la dépréciation marquée du dollar EU a pu contribuer à l’expansion des transactions sur devise.

Les comportements ont été assez homogènes sur le plan géographique, à l’exception notable du segment des taux courts : en 2004, il a représenté près de 80 % du négoce mondial mais s’est montré particulièrement déprimé en Asie et aux États-Unis alors qu’il était très dynamique sur les places européennes.

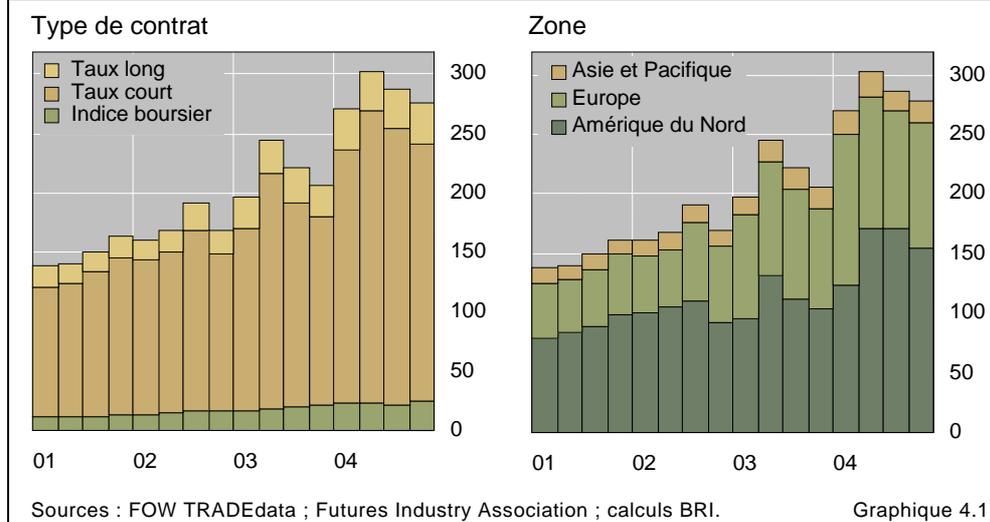
L’atténuation de l’incertitude sur les taux freine le négoce

Le volume total des produits de taux négociés sur les marchés organisés est revenu à \$252 000 milliards. Comme au trimestre précédent, ce recul de 5 % est entièrement imputable au court terme. Les instruments du marché monétaire (eurodollar, Euribor et euro-yen) ont cédé 7 %, à \$217 000 milliards, avec des baisses respectives de 5 % et 11 % des contrats à terme et des options (à \$164 000 milliards et \$53 000 milliards). En revanche, les produits sur obligations ont gagné 8 %, à \$36 000 milliards (graphique 4.1), avec un bond de 10 % des contrats à terme et une contraction de 4 % des options.

Nouveau recul
des instruments
de taux...

Marchés organisés : contrats à terme et options

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



Le négoce sur taux courts a sensiblement varié selon les régions. Il s'est inscrit en forte baisse aux États-Unis (−13 %, à \$128 000 milliards), avec un repli identique en pourcentage des contrats à terme et des options (graphique 4.2) ; en Europe, il s'est développé de 6 %, à \$80 000 milliards, la hausse des contrats à terme (+10 %) compensant le recul des options (−8 %). Alors que les transactions européennes représentaient seulement la moitié du volume américain au troisième trimestre, cette proportion est passée à pratiquement deux tiers au suivant. Sur les places européennes, l'essor des contrats à terme s'est concentré sur les deux principaux (+7 % pour l'eurosterling 3 mois comme pour l'Euribor 3 mois) ; le ralentissement des opérations sur options a affecté ces deux mêmes sous-jacents.

...lié à une baisse des contrats sur taux courts...

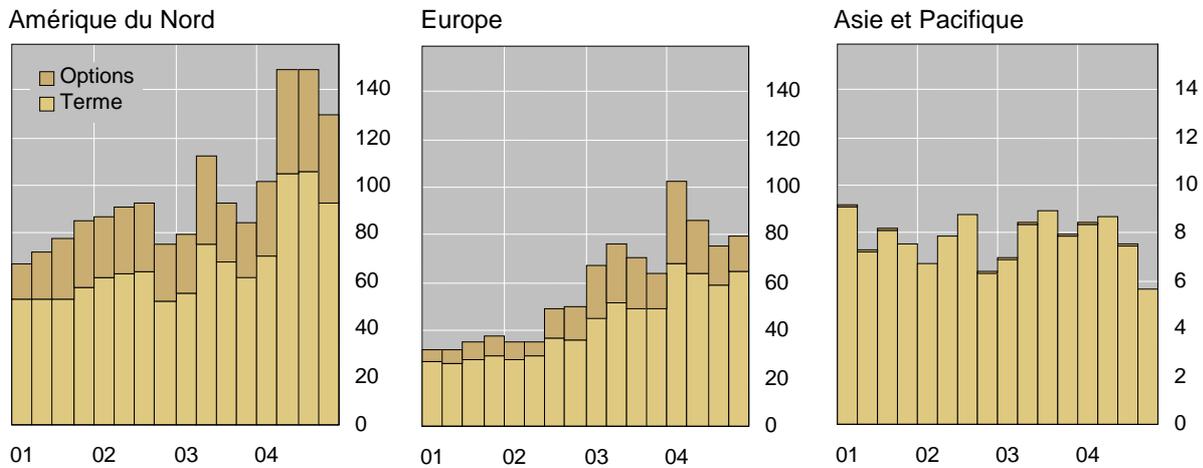
Le repli des contrats sur taux courts, observé après le premier relèvement des taux directeurs américains en juin, traduit sans doute l'atténuation des incertitudes et un consensus plus large sur l'orientation de la politique monétaire. Au second semestre 2004, la Réserve fédérale a régulièrement indiqué aux marchés que les taux courts allaient évoluer en hausse mais que cet infléchissement graduel se ferait à un « rythme mesuré ». Au quatrième trimestre, la volatilité implicite inscrite tant dans les options sur l'eurodollar 3 mois que dans les options de swap 1 an à échéance rapprochée a nettement diminué, passant respectivement de 34 % à 24 % et de 23 % à 18 %.

L'évolution du négoce des contrats à terme sur fonds fédéraux confirme la relation entre les opérations sur dérivés de taux courts et le degré de consensus à l'égard de la politique monétaire. Au premier semestre 2004 (*Rapport trimestriel BRI*, décembre 2004), ce négoce a bien progressé, sous l'effet de l'accroissement des prises de positions suscité par la divergence des points de vue avant la première hausse des taux directeurs opérée en juin par la Réserve fédérale. À partir de juillet, cependant, les transactions ont chuté et continué à baisser jusqu'au dernier trimestre, ce qui semble indiquer l'apparition d'un consensus plus large sur la politique monétaire. D'après une

...et au rapprochement des anticipations sur l'orientation de la politique monétaire

Contrats sur taux à court terme

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



Sources : FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

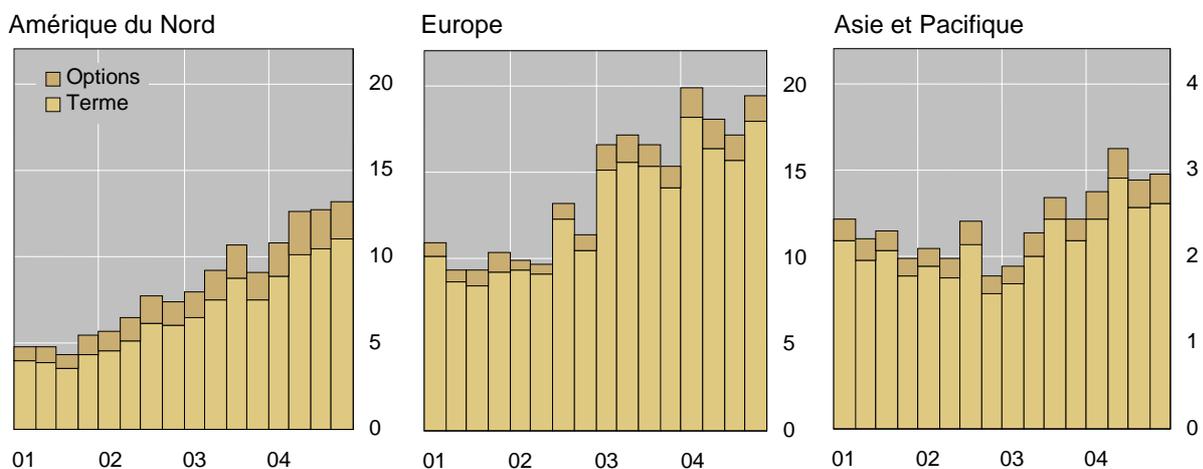
Graphique 4.2

étude de Bloomberg, l'écart type des prévisions relatives au taux-objectif des fonds fédéraux a atteint son plus haut de l'année fin mai puis a nettement diminué après la décision de juin ; depuis, il est resté très faible.

Comme indiqué plus haut, l'activité sur taux courts durant le trimestre a été plus dynamique en Europe qu'aux États-Unis, surtout en novembre, où elle s'est accrue de 23 % sur les places européennes, et a été quasiment nulle outre-Atlantique. Ce contraste pourrait être lié au fait que l'incertitude à l'égard de l'évolution des taux n'a pas paru diminuer comme aux États-Unis. Au dernier trimestre 2004, la volatilité des taux à 3 mois est restée plutôt stable en

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



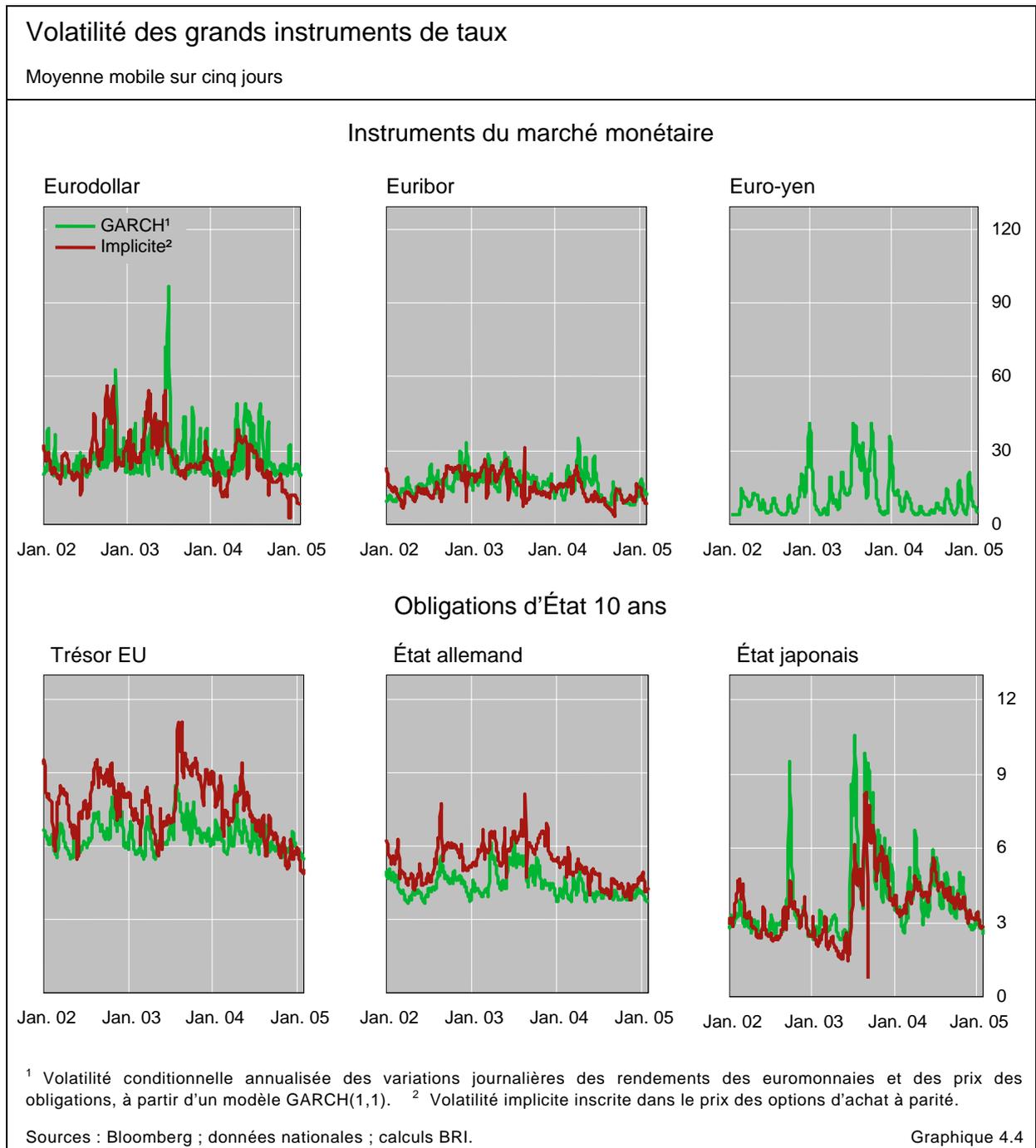
Sources : FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

Graphique 4.3

Europe alors qu'elle a régressé aux États-Unis. La dispersion des prévisions relatives aux taux directeurs européens ne semble pas non plus s'être réduite.

Les contrats sur taux longs ont augmenté globalement de 8 % au quatrième trimestre, à \$36 000 milliards, avec une hausse de 3 % en Amérique du Nord, à \$13 000 milliards, et de 13 % en Europe, à \$19 000 milliards (graphique 4.3). Cette progression pourrait être due aux révisions en baisse des chiffres de croissance attendue, qui ont pu stimuler les opérations de couverture sur le long terme. Au dernier trimestre 2004, en effet, les prévisions diffusées par Consensus Economics pour 2005 ont été corrigées en baisse tant aux États-Unis qu'en Europe.

Hausse des contrats sur obligations à long terme, surtout en Europe



Au quatrième trimestre, l'activité sur produits de taux longs pourrait aussi avoir été favorisée par une structure plus étale des volatilités implicites. Ce phénomène, particulièrement marqué aux États-Unis, traduit la décrue brutale de la volatilité dans le compartiment court et sa stabilité dans le plus long terme (graphique 4.4). En modifiant le rapport risque/rentabilité des portefeuilles de produits de taux, l'accroissement de la volatilité relative dans le segment long peut avoir amplifié les besoins de couverture.

Repli des transactions en Asie pour le deuxième trimestre d'affilée...

Dans la région Asie et Pacifique, les volumes se sont contractés de 17 %, à \$9 000 milliards, avec un effondrement pour le court terme (-24 %) et une augmentation de 3 % sur les taux longs. Cette fois encore, c'est en Asie, où l'activité sur taux courts avait déjà cédé 25 % au troisième trimestre, que le recul a été le plus net (-46 %). Les chutes les plus spectaculaires ont concerné le Japon, avec un repli de 27 %, et Singapour, où les contrats eurodollar 3 mois ont dégringolé de 74 %¹ et les contrats à terme euro-yen 3 mois de 24 %. Au Japon, la diminution des opérations de court terme reflète probablement une baisse de la demande de couverture contre un éventuel abandon par la Banque du Japon de sa politique d'assouplissement quantitatif des taux court et moyen terme, puisque les prévisions de croissance du PIB pour 2005 sont revenues de près de 2 % en juin à guère plus de 1 % en décembre 2004. En Australie, où les transactions sur dérivés de taux avaient bondi de 18 % au troisième trimestre, la tendance haussière s'est confirmée, mais à un rythme bien moindre, avec une expansion de 5 % des contrats à court et long terme.

...mais poursuite de la progression en Australie

Nouvelle progression des contrats sur devise

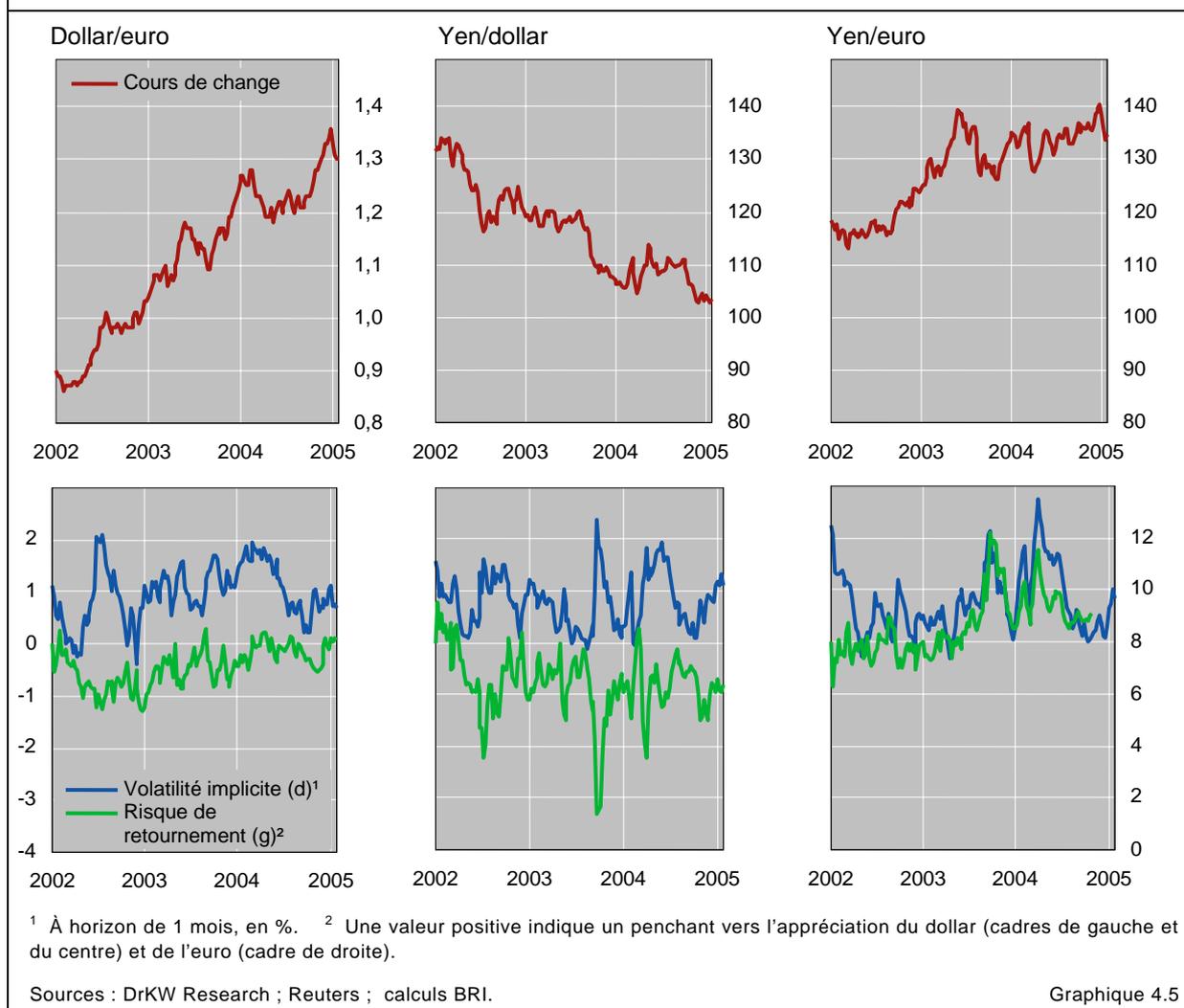
Nouvel essor des instruments sur devise...

Si les produits de taux ont fléchi au quatrième trimestre 2004, les transactions sur devise ont en revanche progressé de 36 %, à \$2 300 milliards, sur les marchés organisés. Néanmoins, l'ensemble des contrats dérivés ne représente toujours que 1 % du négoce global sur ces marchés ; il est essentiellement concentré sur les contrats à terme (\$2 100 milliards), la part des options atteignant tout juste 8 %. L'essor du quatrième trimestre a surtout résulté d'une activité soutenue sur l'euro (+44 %), le yen (+41 %) et le franc suisse (+36 %) à l'égard du dollar.

La progression en volume a été générale, avec des transactions en hausse de 39 % aux États-Unis, à \$2 100 milliards, de 43 % en Europe, à \$4 milliards, et de 16 % en Asie, à \$30 milliards. Si les contrats sur devise sont restés fortement concentrés sur les places américaines (90 % du total), le marché des options a été particulièrement animé au Brésil. La valeur globale des contrats à terme et options traités à la Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BMF) a atteint \$177 milliards, six fois plus que sur l'ensemble des places asiatiques et australiennes (\$29 milliards). Le négoce de dérivés sur le BMF a commencé en 1986 et s'est notablement intensifié après 1994, au moment du lancement du Plan real.

¹ Ces contrats sont négociés à Singapour dans le cadre d'un système de compensation mutuelle avec le Chicago Mercantile Exchange.

Cours de change, volatilité implicite et risque de retournement



Sur les changes, des tendances nettes et un accroissement de la volatilité vont souvent de pair avec une expansion de l'activité d'investissement et de couverture. Au quatrième trimestre, la forte demande de protection contre le risque de change est donc sans doute liée au nouveau décrochage du dollar face aux grandes monnaies (respectivement 2 %, 5 % et 4 % vis-à-vis de l'euro en octobre, novembre et décembre) ainsi qu'à une plus grande volatilité implicite, passée de 8,8 % par an en septembre à plus de 11 % en moyenne. Par contre, le négoce n'a pas été vraiment associé à des modifications attendues des principales paires de monnaies, autre facteur pouvant stimuler les opérations de couverture ; en fait, le risque de retournement dollar/euro et yen/dollar s'est quelque peu orienté vers des valeurs moins négatives et globalement très proches de zéro, ce qui traduit des avis neutres sur l'évolution future des cours de change du dollar (graphique 4.5).

...favorisé par le glissement du dollar...

...et une plus grande volatilité implicite

Nouveau rebond de l'activité sur indice boursier

La progression de l'activité sur indice boursier est générale...

Stable au deuxième trimestre et en repli au suivant, le volume total des opérations sur indice boursier a fortement progressé au quatrième (+17 %, à \$25 000 milliards). Si elle a été particulièrement vigoureuse dans la région Asie et Pacifique (+23 %, à \$9 000 milliards) et aux États-Unis (+15 %, à \$10 000 milliards), la croissance s'est révélée plus lente en Europe (+10 %, à \$5 000 milliards), en raison du manque de dynamisme des places britanniques (+1 % seulement) : ce résultat a été dû aux effets conjugués de la baisse des transactions sur FTSE 100, négocié sur le LIFFE, et de l'essor des contrats sur indices boursiers suédois et danois, sur EDX. Hors Royaume-Uni, les échanges se sont étoffés de près de 20 % en moyenne dans les autres grands pays européens (29 % en Espagne, 23 % en Italie, 14 % en France et 11 % en Allemagne).

...mais moins rapide en Europe

L'activité globale sur indice boursier s'est accrue de 17 % en montants notionnels, mais de 9 % seulement en nombre de contrats. L'écart est particulièrement marqué pour les places européennes, où une progression de 10 % des montants notionnels est associée à une baisse de 2 % en termes de contrats. L'expansion en volume pourrait donc refléter davantage une majoration de la valeur des contrats consécutive à une vive hausse des indices qu'une véritable intensification des échanges.

Globalement, en termes de montants notionnels, les options ont augmenté de 21 %, à \$14 000 milliards, contre un gain de 11 % pour les contrats à terme, à \$11 000 milliards. La croissance plus soutenue dans ce premier segment provient principalement du marché américain (+22 %). Les transactions sur le Chicago Board Options Exchange, qui traite près de 90 % du négoce d'options aux États-Unis, sont reparties en hausse après deux trimestres consécutifs de repli, surtout sur S&P 500, Nasdaq 100 et Dow Jones Industrial. Dans la région Asie et Pacifique également, le segment des options s'est montré plus dynamique que celui des contrats à terme. En Europe, les gains respectifs de ces deux compartiments ont été de 12 % et 6 %. Le rebond des options a été particulièrement marqué en Espagne et en Italie (respectivement +64 % et +29 %), pays qui, ensemble, représentent cependant à peine plus de 3 % des options sur indice échangées sur les places européennes.

La hausse des indices stimule le négoce...

Le dynamisme des transactions aux États-Unis et en Europe reflète probablement la hausse des indices sous-jacents, de l'ordre de 9 % dans ces deux régions entre fin septembre et fin décembre 2004, après une quasi-stagnation durant les huit premiers mois. Il peut être aussi lié au renversement de la tendance à une décline de la volatilité depuis mi-2002. La volatilité implicite, qui avait fortement chuté après les pics de septembre 2002, pour descendre à des niveaux historiquement bas en septembre 2004 aux États-Unis et en Europe (respectivement 11 % et 7 % en valeur annualisée), s'est intensifiée au quatrième trimestre (13 % et 14 % en moyenne).

...sur fond de volatilité accrue

En Asie, le volume négocié sur le marché boursier coréen, qui s'était replié de 26 % au troisième trimestre à la suite des enquêtes concernant les transactions sur dérivés, est remonté d'autant. Les opérations sur indice ont également progressé au Japon (+10 %).

L'essor des produits sur actions transparait également dans l'augmentation des contrats sur actions individuelles (uniquement quantifiables en termes de contrats). En baisse aux deux trimestres précédents, le nombre des contrats à terme et options a regagné 12 %. Les échanges de contrats à terme ont été particulièrement intenses sur les places asiatiques, avec une hausse de 28 %. En Europe et aux États-Unis, l'activité s'est montrée pratiquement étale, à l'exception des options négociées sur les places américaines (+25 %).

Augmentation des
contrats sur actions
individuelles

Stagnation des échanges sur marchandises

L'activité sur marchandises, mesurable seulement en nombre de contrats, est restée quasiment atone au quatrième trimestre, avec une croissance inférieure à 2 %, pour un léger repli de 1 % aux États-Unis et un gain de 5 % en Europe, dû principalement aux places britanniques.

Les dérivés sur énergie ont progressé globalement de 1 %, mais avec d'importantes disparités régionales. En hausse de 8 % sur les places asiatiques, le nombre de contrats a baissé de 3 % aux États-Unis et en Europe. En montants notionnels, cette progression pourrait être supérieure, car les prix des produits énergétiques, qui représentaient 42 % de l'ensemble des échanges sur marchandises à fin 2004, sont montés au dernier trimestre. Toutefois, comme les positions de place (non encore fermées) ont régressé, il se pourrait que les opérations de couverture dans le secteur de l'énergie soient en repli.

Progression des
dérivés sur énergie
en Asie

Avec 8 % au total, dont 9 % en Europe et 6 % aux États-Unis et en Asie, l'augmentation des transactions sur métaux non précieux a été alimentée presque exclusivement par le London Metal Exchange, plus précisément sur aluminium, cuivre et zinc. Comme les fluctuations du négoce sur ce segment précèdent généralement des modifications des indicateurs conjoncturels, la progression récente pourrait annoncer une nouvelle réévaluation à la hausse des prévisions de croissance mondiale pour 2005, après les révisions en baisse du quatrième trimestre 2004.

Augmentation des
transactions sur
métaux communs