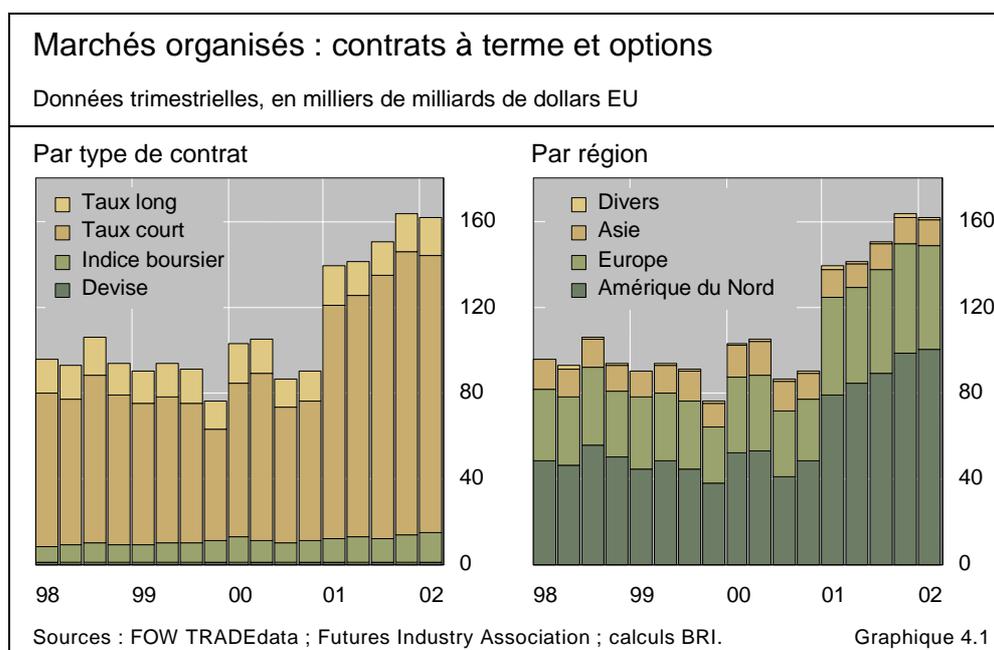


4. Marchés dérivés

Après le record du quatrième trimestre 2001, le volume total des dérivés recensés par la BRI sur les marchés organisés a légèrement diminué au premier trimestre 2002 (-1 %, à \$162 000 milliards), ce qui s'explique sans doute par des conditions plus calmes sur les instruments à revenu fixe. Une modeste augmentation des contrats à terme sur taux courts et longs a été largement contrebalancée par une forte baisse des options connexes.

En ce qui concerne le gré à gré, les dernières statistiques semestrielles BRI sur les positions agrégées indiquent une poursuite du rebond au second semestre 2001 : l'encours notionnel total est estimé à \$111 000 milliards fin décembre 2001, en hausse de 11 % par rapport à fin juin 2001. La progression est essentiellement due aux instruments de taux, la vigoureuse détente monétaire aux États-Unis ayant stimulé les opérations de couverture et la prise de positions. Pour l'année 2001, cependant, l'augmentation a été moins prononcée que sur les marchés organisés.



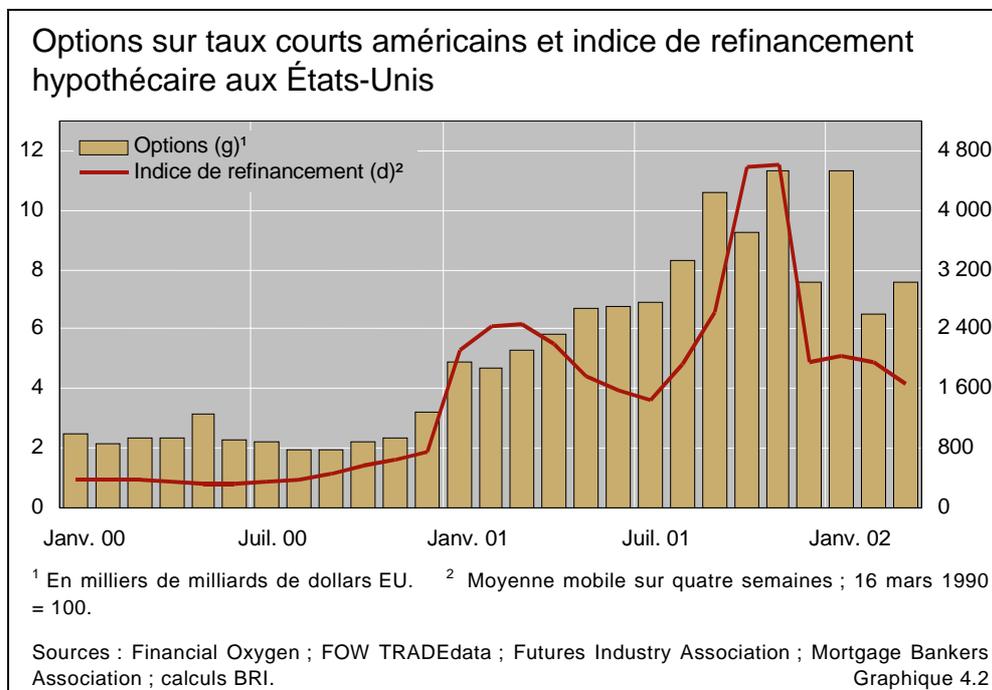
Ralentissement du compartiment à revenu fixe

Sur les marchés organisés, les contrats de taux se sont inscrits en baisse au premier trimestre 2002 : l'encours a diminué de 2 %, à \$147 300 milliards, après avoir augmenté de 8 % au dernier trimestre 2001. Ce repli résulte en grande partie du recul de 2 %, à \$129 700 milliards, des instruments de court terme, pour lesquels une contraction de 9 % des options (à \$33 000 milliards) a largement contrebalancé une hausse de 1 % des contrats à terme (à \$96 700 milliards). L'étroitesse de la fourchette à l'intérieur de laquelle ont évolué les taux courts américains a probablement freiné les refinancements hypothécaires, souvent à l'origine de transactions sur options et options d'échange correspondantes¹.

Les contrats sur obligations d'État ont, eux aussi, légèrement diminué (-1 %), leur encours global revenant à \$17 600 milliards. Comme dans le compartiment court, options et contrats à terme ont connu une évolution divergente, une contraction des premières (-23 %, à \$1 900 milliards) annulant une augmentation des seconds (+3 %, à \$15 600 milliards). La chute des options a essentiellement touché le segment des obligations du gouvernement allemand, tombées de \$1 100 milliards à \$600 milliards. Des indicateurs macroéconomiques particulièrement favorables, fin février-début mars, et des préoccupations concernant une possible réapparition de l'inflation ont engendré des tensions haussières sur les rendements aux États-Unis et en Europe, mais, ailleurs, les marchés obligataires ont généralement varié à l'intérieur de fourchettes assez étroites.

Baisse des options sur taux courts annulant une hausse des contrats à terme connexes

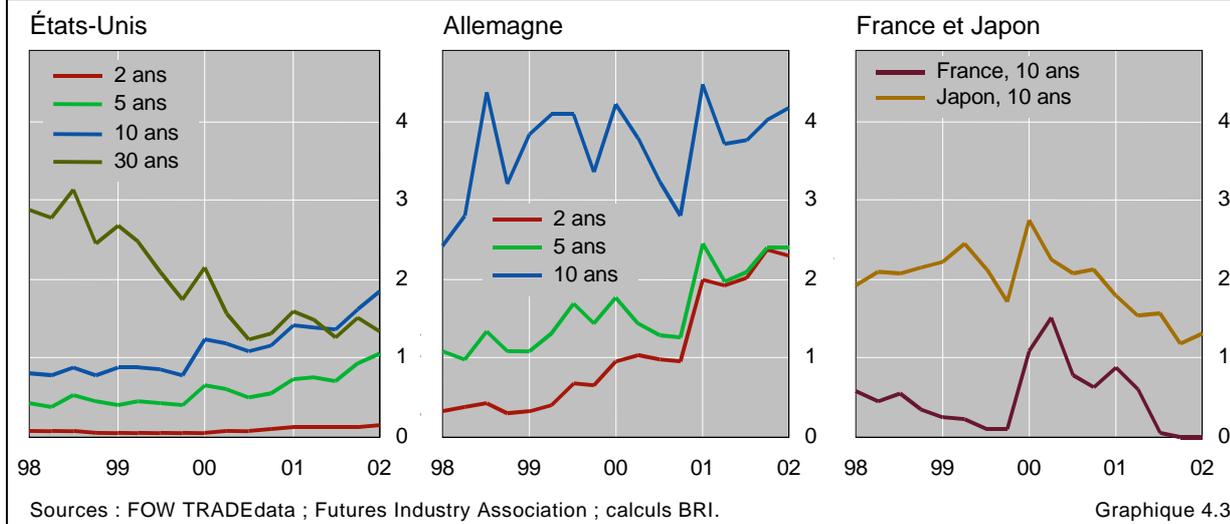
Évolution semblable des contrats sur obligations



¹ Ce mécanisme a été décrit dans les précédents *Rapports trimestriels BRI*.

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



Les contrats sur valeurs du Trésor gagnent des parts de marché aux États-Unis ...

... et, au Japon, les contrats sur obligations d'État se redressent

L'augmentation des contrats à terme sur obligations d'État (3 % au total) n'a concerné que les États-Unis (+5 %) et le Japon (+12 %). Dans le premier pays, les contrats sur valeurs à 5 et 10 ans ont continué d'accroître leur part de marché, aux dépens des supports à plus long terme. Pour le Japon, divers facteurs permettent sans doute d'expliquer la reprise du compartiment. Les obligations d'État ont été assez volatiles, les investisseurs réagissant aux mauvaises nouvelles économiques et tirant des conclusions divergentes de l'absence de solution à la crise bancaire. En outre, les investisseurs craignaient que la dette publique japonaise ne s'alourdisse encore, ce qui pouvait avoir des répercussions négatives sur la notation du pays.

Expansion des contrats sur indice boursier, surtout en Asie

Progression soutenue des contrats sur indice en Corée ...

Les contrats sur indice boursier ont augmenté de 5 %, à \$13 800 milliards, au premier trimestre 2002, essentiellement du fait des instruments sur indices coréens (+20 %, à \$2 900 milliards), et particulièrement des options. La Corée arrive ainsi à présent au deuxième rang mondial, derrière les États-Unis (\$7 000 milliards). Cette progression s'explique par d'importants afflux de capitaux étrangers vers la Bourse coréenne, où l'indice KOSPI a atteint un record.

... et remontée au Japon

Les contrats sur indice japonais se sont également envolés, leur encours rebondissant en mars, après avoir presque touché un plancher historique en janvier. Cette hausse pourrait être due à la reprise des marchés sous-jacents, mais aussi à un report d'activité vers les marchés à terme, en raison des nouvelles règles sur la vente d'actions à découvert².

² Début mars, les autorités japonaises de réglementation ont institué une nouvelle réglementation (*uptick*) interdisant la vente à découvert d'actions cotées sans hausse préalable du cours.

Tarissements du marché : le jeu du chat et de la souris

Serge Jeanneau et Robert Scott

L'introduction de nouvelles règles par les autorités de réglementation des marchés financiers conduit souvent les opérateurs à modifier leur comportement pour tenter de les contourner, jouant en quelque sorte au chat et à la souris. C'est apparemment ce qui s'est produit en mars 2002, où certains intervenants auraient essayé d'accaparer un segment du marché des obligations d'État allemandes.

Les instruments concernés étaient les *Schatz* (abréviation de *Bundesschatzanweisungen*) 2 ans. Dans sa forme la plus récente, le tarissement qui les a frappés semble avoir résulté des efforts des spéculateurs pour éviter les mesures de lutte contre ces pratiques prises dernièrement par Eurex (marché germano-suisse des dérivés), notamment la limitation des positions sur contrats à terme. Aussi, lorsqu'il est devenu difficile pour les spéculateurs d'accaparer certains contrats spécifiques, ils se sont reportés sur le comptant.

Sur les marchés des instruments à terme, un tarissement se produit lorsque les détenteurs de positions courtes ne peuvent pas acquérir ou emprunter les titres dont ils ont besoin pour exécuter leur contrat. Normalement, la livraison ne pose pas de problème, car la majorité des intervenants neutralisent leurs positions par des transactions opposées avant l'expiration du contrat. Toutefois, si l'un d'eux demeure en position courte, il est contraint de livrer les titres concernés, de même que celui qui reste en position longue doit en prendre livraison. La livraison physique dépend de la gamme des titres livrables et du mécanisme de conversion des divers titres en actifs équivalents. Selon le niveau des taux d'intérêt du marché et la pente de la courbe des rendements, l'un ou l'autre de ces titres est toujours moins cher à livrer (MCL)^①.

La négociation de contrats à terme introduit normalement un décalage entre le cours du MCL et celui des autres titres semblables non livrables, le premier devenant plus cher. Toutefois, dès que le MCL sort du panier de titres livrables, il ne fait plus l'objet d'une demande excessive et, en conséquence, son cours a tendance à baisser. Le graphique de la page suivante illustre ce phénomène : il montre l'évolution du rendement d'une série de *Schatz* MCL avant et après livraison sur Eurex. Ces titres, à l'exception de l'échéance mars 2002, ont généralement varié entre -10 points de base (pour les plus chers) par rapport à leur « juste valeur », avant expiration des contrats à terme, et +10 points de base (pour les moins chers), après^②.

Il arrive que certains investisseurs essaient de tirer parti de cette évolution prévisible en cédant le titre à découvert lorsqu'il est MCL et en le rachetant à moindre prix après expiration du contrat à terme (ou une fois sorti du panier livrable). Pour cela, ils doivent d'abord l'emprunter sur le marché des pensions, le vendre, puis le rendre à une date convenue après l'avoir acquis (à un prix espéré moins élevé).

Or, ces participants s'exposent parfois ainsi à des risques importants. En effet, si un ou plusieurs opérateurs accaparent la plupart des titres disponibles sur le marché, le vendeur à découvert devra probablement payer une prime élevée pour racheter le titre qu'il entend livrer. C'est apparemment ce qui s'est passé avec le *Schatz* 3,5 % échéance décembre 2003, qui constituait le MCL du contrat à terme *Schatz* mars 2002.

Malgré l'encours important du *Schatz* 3,5% échéance décembre 2003 (€10 milliards), certains participants semblent être parvenus à s'emparer d'une grande quantité de titres, entraînant un tarissement sur le marché au comptant. Ainsi, au lieu de devenir moins cher après expiration du contrat *Schatz* mars 2002, le *Schatz* 3,5% a fortement augmenté un mois après avoir perdu sa qualité de titre livrable : son écart de rendement est passé à -20 points de base, alors qu'il était de +5 points de base - chiffre plus normal - pour les titres semblables. Il ressort de l'analyse ci-dessus que la régularité statistique ne garantit pas des « profits assurés » aux intervenants pratiquant des stratégies de vente à découvert.

Le tarissement de mars 2002 se distingue cependant des autres par le fait qu'il n'a pas eu lieu directement sur le MCL avant livraison. En effet, la valeur du titre n'a pas diminué tant qu'il suivait le cycle normal de livraison.

^① Les aspects techniques du phénomène sont expliqués plus en détail dans le *Rapport trimestriel BRI* de juin 2001 (encadré, p. 34). ^② La juste valeur d'une obligation peut s'exprimer en termes d'écart de rendement par rapport aux autres titres de même échéance. Dans la pratique, on utilise couramment un écart statique (ou écart corrigé pour les options) : lorsqu'il est négatif, l'obligation est plus chère que la moyenne, et vice versa.

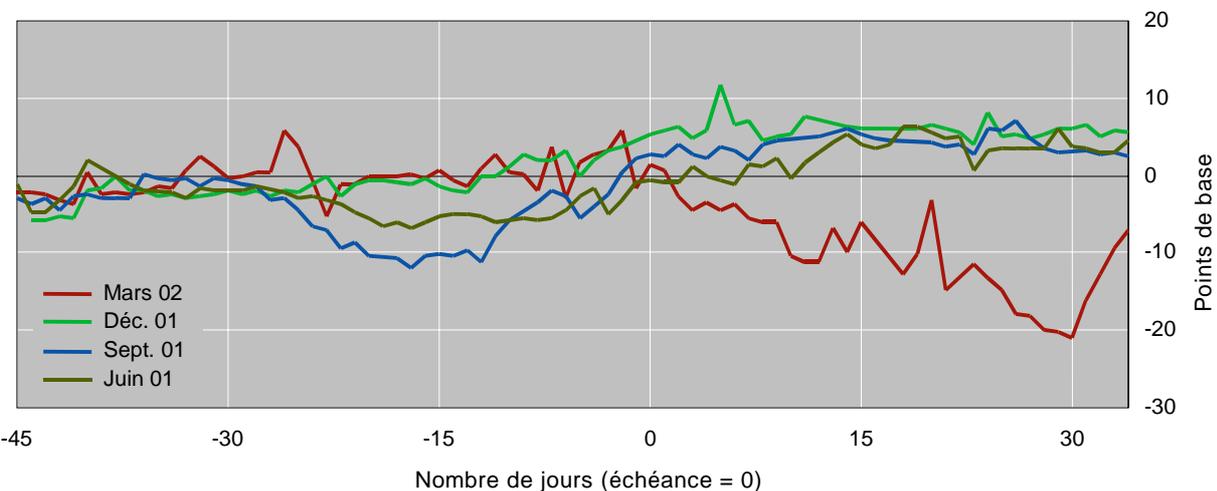
Cette particularité concernant le cours du titre *Schatz* semble due à une mesure prise par Eurex, en juin 2001, pour remédier aux problèmes créés par les tarissements sur les marchés à terme. Après les discussions suscitées par les déboires de l'obligation d'État allemande *Bobl* 5 ans, en mars 2001, Eurex a imposé des limites sur les positions ouvertes des intervenants. Elles paraissent avoir été assez efficaces, puisque la livraison du *Schatz* 3,5%, à expiration du contrat à terme mars 2002, s'est effectuée sans difficultés particulières.

La tentative de tarissement entreprise par les intervenants, dans le but de contourner la limitation des positions ouvertes, semble avoir déplacé leurs stratégies spéculatives vers le comptant. L'un d'eux aurait acheté €7 milliards de *Schatz* 3,5 %. À titre de comparaison, les positions ouvertes sur le contrat à terme mars 2002 se montaient à 500 000 contrats, soit €50 milliards ou dix-sept fois l'encours disponible pour livraison. Certes, très peu de ces positions auraient effectivement donné lieu à livraison, puisque les participants préfèrent éviter les complications qu'elle entraîne en inversant leurs positions avant expiration du contrat.

Les derniers épisodes de tarissement montrent que, si les marchés financiers allemands sont florissants depuis quelques années, ils se heurtent également à des difficultés croissantes. Le recours aux contrats à terme et options sur obligations d'État allemandes s'est développé rapidement, ce type de support servant de plus en plus aux opérations de couverture et aux prises de positions sur taux d'intérêt de la zone euro. En conséquence, l'exposition sur les instruments dérivés et les pensions est devenue largement supérieure à celle sur le sous-jacent, créant ainsi des conditions favorables à un tarissement.

De telles manipulations de marché sont interdites dans plusieurs juridictions. En Allemagne, l'introduction prochaine du Financial Market Promotion Act - en complément des mesures prises dernièrement par Eurex - devrait donner aux autorités de réglementation davantage de pouvoir pour sanctionner les investisseurs qui s'essaient à ces stratégies. En outre, l'agence fédérale de financement public (*Finanzagentur*) a récemment indiqué qu'elle était prête à accroître le volume de titres touchés par un tarissement.

Pressions sur le cours du titre *Schatz* livrable au meilleur prix avant et après échéance du contrat à terme



Écart statique par rapport à la courbe des rendements à la juste valeur. Une valeur négative (positive) indique un cours plus haut (bas) que pour les titres semblables.

Source : Bloomberg.

Vif essor du gré à gré au second semestre 2001

L'enquête BRI sur le gré à gré mondial fait ressortir une forte expansion au second semestre 2001, l'encours notionnel total étant estimé à \$111 000 milliards fin décembre, en hausse de 11 % par rapport à fin juin (contre +5 % au semestre précédent). La valeur de marché brute a augmenté de 24 %, à \$3 800 milliards.

Cette progression a été tirée par les produits de taux, la plus importante catégorie de risques de marché (+15 %) ; les trois principaux groupes d'instruments (contrats à terme, contrats d'échange et options) ont fait preuve d'une vigueur égale. En revanche, les contrats sur devises, deuxième grande catégorie, ont diminué de 1 % et le compartiment lié aux actions a été déprimé, lui aussi, avec une baisse du même ordre de grandeur.

Expansion tirée par les produits de taux

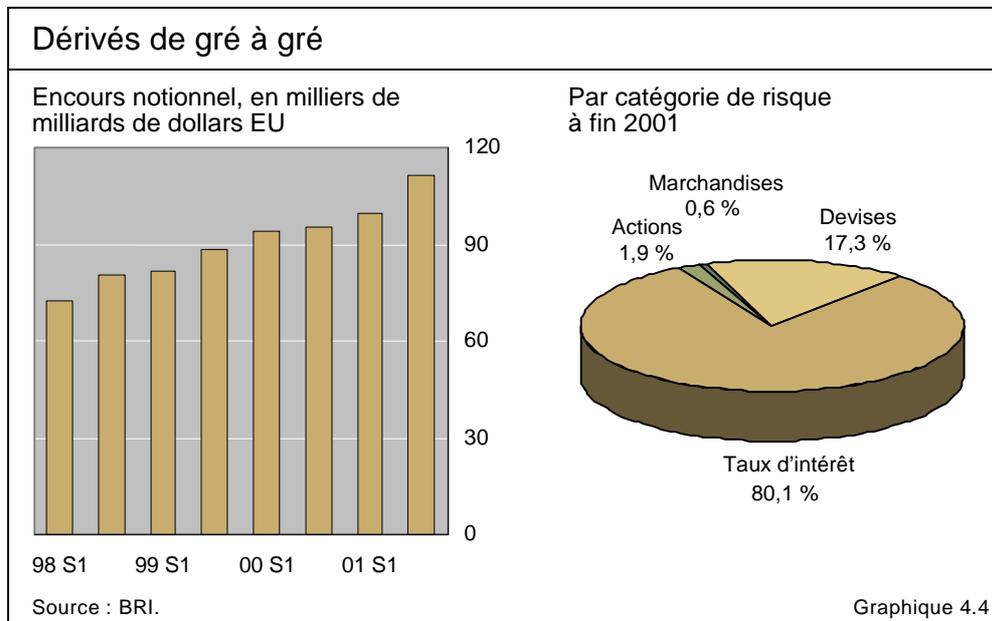
Dynamisme des contrats d'échange de taux en dollars et euros

Le dynamisme des produits de taux (+15 %, à \$78 000 milliards) a concerné tous les instruments, mais surtout les contrats d'échange, qui ont enregistré la plus forte augmentation en termes absolus : à \$59 000 milliards, ils demeurent, et de loin, le segment le plus important du gré à gré.

Les contrats d'échange de taux enregistrent la plus forte augmentation

Les compartiments du dollar EU et de l'euro se sont développés à un rythme particulièrement rapide. Pour le dollar (+19 %, à \$19 000 milliards), l'augmentation régulière et soutenue des dernières années a suivi une modification des pratiques de couverture et de négociation³. L'accélération du second semestre 2001 donne à penser que l'activité sur dérivés américains a été assez forte pour compenser l'effet de freinage qui a pu résulter de la

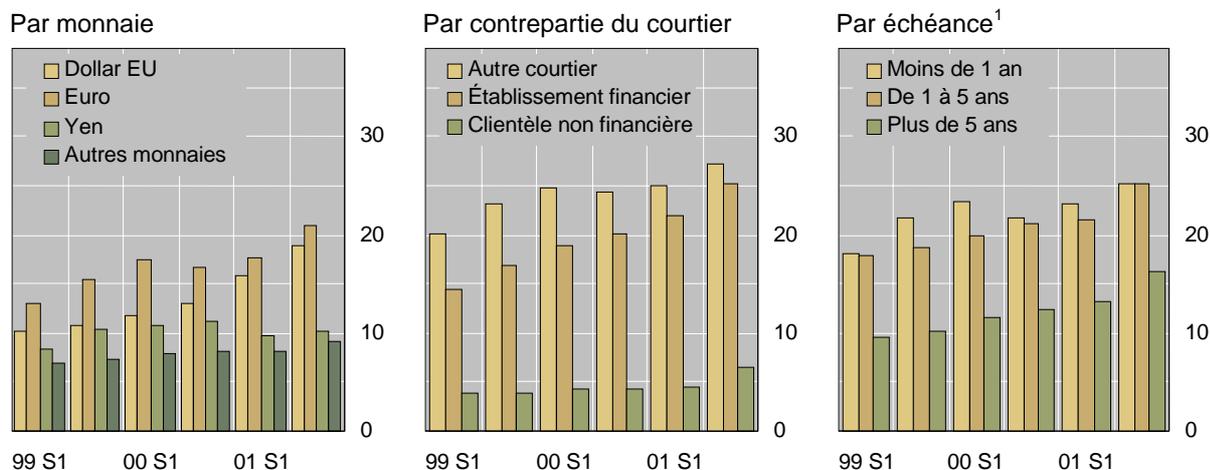
Le compartiment du dollar favorisé par de nouvelles pratiques de négociation ...



³ Les facteurs à l'origine de cette évolution sur longue durée ont été examinés dans les derniers *Rapports trimestriels BRI*.

Contrats d'échange de taux d'intérêt

Encours notionnel, en milliers de milliards de dollars EU



¹ Y compris contrats de taux à terme, qui représentent environ 15 % de l'encours notionnel.

Source : BRI.

Graphique 4.5

... la détente
monétaire ...

consolidation du marché⁴. La vigoureuse détente monétaire aux États-Unis, en réaction au net ralentissement économique et aux attentats du 11 septembre, a probablement stimulé les opérations de couverture et la prise de positions.

... et une
diversification
des participants

En outre, la gamme des opérateurs sur dérivés en dollars semble s'être élargie depuis quelque temps, pour inclure, par exemple, des établissements de crédit hypothécaire et des investisseurs en titres adossés à des hypothèques (TAH). Or, les taux longs ayant fortement baissé de juin à début novembre, ces intervenants se seraient de plus en plus reportés sur les contrats et options d'échange afin de se protéger contre le risque de remboursement anticipé (graphique 4.2)⁵.

⁴ Certains opérateurs avaient pensé que la fusion JPMorgan Chase, annoncée fin 2000, réduirait l'encours total en dollars EU en 2001. Or, si les deux institutions financières ont commencé à déclarer leurs positions sur dérivés à la BRI (par l'intermédiaire de la Réserve fédérale) sur une base consolidée dès le premier semestre 2001, cela n'a pas entraîné de baisse des positions globales des résidents américains. En revanche, les données publiées aux États-Unis par l'Office of the Comptroller of the Currency ont montré que, après la fusion, l'encours notionnel des dérivés (marchés organisés et gré à gré) détenus par les banques commerciales américaines avait diminué de 12 % (à \$45 400 milliards) au quatrième trimestre 2001.

⁵ Les investisseurs en TAH sont exposés à un important risque de remboursement anticipé (ou « risque de convexité »), puisque les débiteurs dans le cadre des hypothèques sous-jacentes disposent de certains droits, pouvant rembourser par anticipation, par exemple, pour se refinancer à des conditions plus favorables en cas de baisse des taux longs. Ces remboursements anticipés conduisent à leur tour les émetteurs de TAH à les amortir avant échéance à mesure que le lot d'hypothèques sous-jacentes diminue. Afin de se protéger contre un raccourcissement de la durée de leur portefeuille et une perte de leurs revenus d'intérêts, les détenteurs de TAH peuvent acheter des options d'échange leur permettant, en cas de remboursement anticipé des titres en leur possession, de recevoir des paiements à taux fixe à des conditions convenues à l'avance.

Instruments dérivés de gré à gré ¹								
Encours, en milliards de dollars								
	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin juin 2000	Fin déc. 2000	Fin juin 2001	Fin déc. 2001	Fin juin 2000	Fin déc. 2000	Fin juin 2001	Fin déc. 2001
Total	94 008	95 199	99 755	111 115	2 572	3 180	3 045	3 778
A. Instruments sur devises	15 494	15 666	16 910	16 748	578	849	773	779
Terme sec et swaps cambistes	10 504	10 134	10 582	10 336	283	469	395	374
Contrats d'échange	2 605	3 194	3 832	3 942	239	313	314	335
Options	2 385	2 338	2 496	2 470	55	67	63	70
B. Instruments de taux ²	64 125	64 668	67 465	77 513	1 230	1 426	1 573	2 210
Terme	6 771	6 423	6 537	7 737	13	12	15	19
Contrats d'échange	47 993	48 768	51 407	58 897	1 072	1 260	1 404	1 969
Options	9 361	9 476	9 521	10 879	145	154	154	222
C. Instruments liés aux actions	1 645	1 891	1 884	1 881	293	289	199	205
Contrats à terme et d'échange	340	335	329	320	62	61	49	58
Options	1 306	1 555	1 556	1 561	231	229	150	147
D. Instruments sur marchandises ³	584	662	590	598	80	133	83	75
Or	261	218	203	231	19	17	21	20
Autres	323	445	387	367	61	116	62	55
Contrats à terme et d'échange	168	248	229	217	...	...	...	...
Options	155	196	158	150	...	...	...	...
E. Autres ⁴	12 159	12 313	12 906	14 375	392	483	417	519
Risque de crédit brut ⁵	.	.	.	.	937	1 080	1 019	1 171

¹ Chiffres corrigés des doubles recensements. Montant notionnel : positions entre parties déclarantes divisées par deux ; valeur de marché brute : valeur de marché positive brute de tous les contrats + valeur absolue de la valeur de marché négative brute des contrats avec les parties non déclarantes. ² Contrats en une seule devise uniquement. ³ Chiffres corrigés (par estimation) des doubles recensements. ⁴ Positions d'établissements n'entrant pas dans le cadre normal de déclaration BRI (estimations). ⁵ Valeur de marché brute après prise en compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides.

Pour l'euro, le ralentissement des deux semestres précédents a fait place à une expansion rapide. Dans ce cas également, ce sont les contrats d'échange de taux qui ont donné le ton (+18 %, à \$21 000 milliards). Leur évolution irrégulière des dernières années explique en grande partie les variations du gré à gré. Ils avaient vivement progressé après la mise en place de la monnaie unique, car ils acquéraient un statut de références pour les titres européens à revenu fixe. Ils s'étaient toutefois fortement ralentis en 2000, reflétant sans doute la fin d'un processus d'ajustement de l'encours dans le nouveau marché intégré de la zone euro. Leur reprise, au second semestre 2001, pourrait ainsi constituer un retour à des conditions plus « normales ».

Reprise du compartiment de l'euro

Faible progression en yens

Le compartiment du yen, en revanche, a progressé plus lentement (+4 %, à \$10 000 milliards). La médiocrité des conditions économiques globales au Japon a probablement conduit les participants à croire que les taux d'intérêt domestiques ne varieraient pas beaucoup dans un avenir prévisible, réduisant ainsi les besoins de couverture et les opportunités de négociation.

Le gré à gré moins dynamique que les marchés organisés en 2001

Le dynamisme des marchés organisés marque une rupture avec le passé

Malgré sa reprise en 2001, le gré à gré est demeuré assez terne par comparaison avec les marchés organisés⁶ : au deuxième semestre 2001, l'encours du gré à gré a augmenté de 11 % et les positions ouvertes sur les marchés organisés de 21 %, après respectivement 5 % et près de 40 % au semestre précédent. Si elle se prolonge, cette hausse rapide des marchés organisés marquera une importante rupture : par le passé, c'est le gré à gré qui se développait plus vite.

Forte augmentation de la valeur de marché brute

La valeur de marché brute estimée s'est accrue de 24 %, à \$3 800 milliards, après une légère contraction au premier semestre 2001⁷. Le ratio valeur de marché brute/montant notionnel est passé de 3,1 % à 3,4 %. Après compensation, le risque de crédit sur dérivés encouru par les institutions déclarantes s'établit à \$1 200 milliards pour le second semestre⁸.

Période animée pour les dérivés de crédit

Les derniers mois ont été animés pour les dérivés de crédit : depuis la défaillance de l'Argentine et l'effondrement d'Enron, les investisseurs sont plus enclins à rechercher des instruments liquides pour couvrir et négocier les risques liés aux entreprises et aux emprunteurs souverains.

Les dérivés de crédit confrontés à des difficultés

Comme c'est souvent le cas avec les innovations, les dérivés de crédit ont pâti de problèmes de rodage. Ainsi, les difficultés financières de l'Argentine, qui ont abouti à la défaillance de fin décembre 2001, ont souligné le besoin d'une clarification des clauses contractuelles. Si la répudiation de la dette argentine, fin 2001, constituait sans aucun doute un événement permettant d'activer les garanties des contrats d'échange sur défaillance aux termes des définitions de 1999 de l'ISDA, l'échange de dette de \$50 milliards opéré en

⁶ Il convient toutefois de noter que les deux types de marchés ne sont pas vraiment comparables en raison de différences concernant leurs caractéristiques et l'utilisation de leurs produits.

⁷ Sur les marchés dérivés, le montant notionnel fournit une référence à partir de laquelle sont calculés les paiements contractuels, mais il ne représente généralement pas le montant véritablement exposé au risque. Celui-ci est une fonction des éléments suivants : cours et/ou volatilité de l'indice financier de référence utilisé pour déterminer les paiements contractuels ; durée et liquidité des contrats ; solvabilité des contreparties. La valeur de marché brute est une mesure plus exacte de l'ampleur du transfert de risque.

⁸ La valeur de marché brute surestime généralement le risque de crédit effectivement encouru par les contreparties car elle ne tient pas compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides ni des autres méthodes d'atténuation du risque.

Comparaison de sources de données sur les dérivés de crédit

L'expansion manifeste des dérivés de crédit a suscité de l'intérêt pour les données expliquant l'évolution de ce marché. Elles émanent de diverses sources, telles que BRI, British Bankers' Association (BBA), International Swaps and Derivatives Association (ISDA), Office of the Comptroller of the Currency (OCC) des États-Unis et plusieurs publications spécialisées, comme la revue *Risk*. Le tableau ci-dessous contient des précisions sur ces différentes sources.

Les données fournies ne sont pas directement comparables, en raison de différences notables dans la méthodologie, la couverture et la fréquence de collecte. L'une d'elles concerne la correction des doubles comptages, qui dépend des informations sur les contreparties puisque les positions entre courtiers doivent être divisées par deux. Bien évidemment, les enquêtes qui ne pratiquent pas cette correction font généralement état de chiffres plus élevés.

La couverture de marché permet une deuxième différenciation importante en termes de contreparties, zones géographiques et produits. La ventilation par contrepartie varie fortement : certaines sources indiquent les positions détenues par les banques dans un pays donné (OCC, par exemple, pour les banques aux États-Unis), tandis que d'autres recherchent une couverture mondiale (comme la BRI, avec une large gamme d'intervenants dans près de 50 pays).

Il n'existe guère de ventilation détaillée par type de produits, peut-être en raison des diverses définitions existantes des dérivés de crédit. Les résultats des enquêtes sont généralement très agrégés, sauf dans le cas de British Bankers' Association et de *Risk*.

La fréquence de collecte est très variable et va de trimestrielle pour OCC à triennale pour la BRI.

Il importe de noter que l'enquête semestrielle BRI sur le gré à gré exclut les dérivés de crédit. Toutefois, les statistiques agrégées recueillies pour l'enquête triennale 2001 des banques centrales sur les marchés des changes et des dérivés révèlent que les positions sur dérivés de crédit sont passées de \$118 milliards, fin juin 1998, à \$693 milliards, fin juin 2001. Comme il est souhaitable de disposer d'une information plus actuelle sur ces instruments, les banques centrales envisagent de collecter désormais ces données dans le cadre de l'enquête semestrielle BRI.

Caractéristiques de diverses données sur les dérivés de crédit

	BBA	BRI	ISDA	OCC	<i>Risk</i>
Fréquence	Annuelle	Triennale	Semestrielle	Trimestrielle	Annuelle
Élimination des doubles comptages	Non	Oui ¹	Non	Oui ²	Non
Source	Banques membres de BBA	Banques et courtiers de près de 50 pays	Membres ISDA	Banques constituées et assurées aux États-Unis	Principaux courtiers
Début de la collecte	1997	1998 S1	2001 S1	1997 T1	1998
Période la plus récente	2000	2001 S1	2001 S2	2001 T4	2001
Encours des contrats (première période)	\$180 milliards	\$118 milliards	\$632 milliards	\$19 milliards	n.d.
Encours des contrats (période la plus récente)	\$893 milliards	\$693 milliards	\$919 milliards	\$395 milliards	\$810 milliards

¹ Au niveau de la société holding. ² Au niveau de la banque.

novembre 2001 n'a pas fait l'objet d'un consensus⁹. À l'époque, les investisseurs et institutions financières du pays se sont vu offrir la possibilité d'échanger des obligations assorties d'un coupon moyen d'environ 11 % contre des titres à plus long terme rapportant quelque 7 %. Même si deux des grandes agences de notation ont jugé qu'il s'agissait là d'une « défaillance sélective », acheteurs et vendeurs de protection ont interprété un tel incident de façon divergente, ce qui a entraîné des litiges¹⁰.

Réduction de la liste des incidents de crédit

Les opérateurs essaient depuis quelque temps de réduire encore la liste des incidents susceptibles de déclencher des paiements en éliminant ceux qu'ils considèrent « bénins ». Cette catégorie, qui s'apparente plus à une détérioration de la qualité de crédit qu'à une défaillance, fait souvent, elle aussi, l'objet d'interprétations contradictoires. En avril 2002, les opérateurs des marchés européens, suivant l'exemple des courtiers américains, ont abandonné deux incidents de crédit potentiels (remboursement par anticipation et répudiation/moratoire).

Des divergences subsistent au sujet de la restructuration

Malgré ces modifications, d'importantes divergences de vues subsistent sur la restructuration. Si les contrats d'échange sur défaillance peuvent comporter ou non une clause de restructuration, les banques européennes ont tendance à offrir des contrats répondant à la terminologie de 1999 de l'ISDA, alors que, depuis mai 2001, les courtiers des États-Unis utilisent une définition plus restrictive de la restructuration¹¹.

⁹ Les définitions de 1999 de l'ISDA répertorient six événements de crédit pouvant donner lieu à paiement dans le cadre d'un contrat d'échange sur défaillance : faillite ; défaut de paiement ; manquement à obligation ; remboursement par anticipation ; répudiation/moratoire ; restructuration.

¹⁰ Certaines des transactions, conclues avant la mise au point de la documentation de 1999 de l'ISDA, faisaient référence à une définition large de la restructuration qui, selon les acheteurs de protection, aurait dû déclencher un paiement. D'autres opérations étaient régies par les définitions de 1999 de l'ISDA (qui comportent notamment une définition plus étroite de la restructuration) et, selon les vendeurs de protection, ne devaient pas donner lieu à paiement.

¹¹ La modification consiste essentiellement en une limitation de l'échéance et du type des instruments livrables après une restructuration, réduisant ainsi les possibilités offertes aux acheteurs de protection d'exercer l'option la moins chère à livrer en cas de règlement physique (procédure de livraison classique sur ce marché).