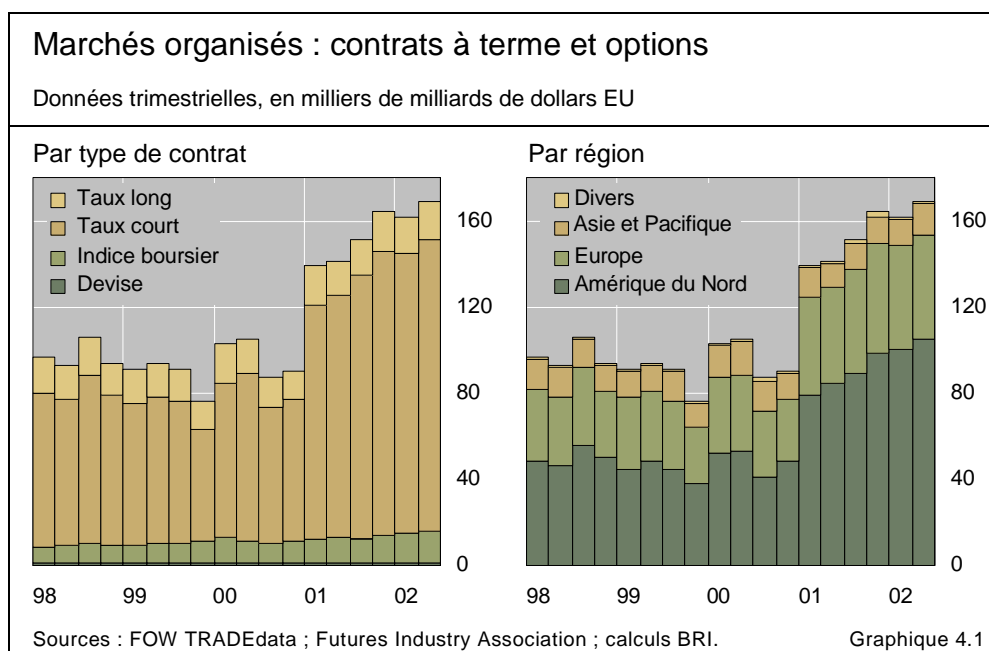


4. Marchés dérivés

Le volume total des dérivés négociés sur les marchés organisés a augmenté de 4 %, la valeur des contrats recensés par la BRI passant à \$169 000 milliards au deuxième trimestre 2002, après une contraction de 2 % au précédent (graphique 4.1). Cette hausse s'est répartie entre les trois grandes catégories de risques mais elle a été la plus prononcée dans le petit segment des devises.

La progression a été étonnamment modeste, compte tenu du flux ininterrompu d'événements perturbateurs (Vue d'ensemble, page 1). L'explication tient sans doute au fait que, en l'absence de surprises dans le domaine de la politique monétaire, les intervenants et surtout les grands établissements financiers n'ont pas eu à effectuer d'ajustements rapides de la durée de leurs bilans, à la différence de l'an passé, où cela avait largement contribué à l'accroissement de l'activité.

En juillet, toutefois, la dégradation des conditions de marché a entraîné une brutale augmentation du négoce. Les marchés mondiaux des actions ont chuté, après de nouvelles révélations d'irrégularités comptables, notamment l'importante réévaluation des résultats de WorldCom, le 25 juin. Les données



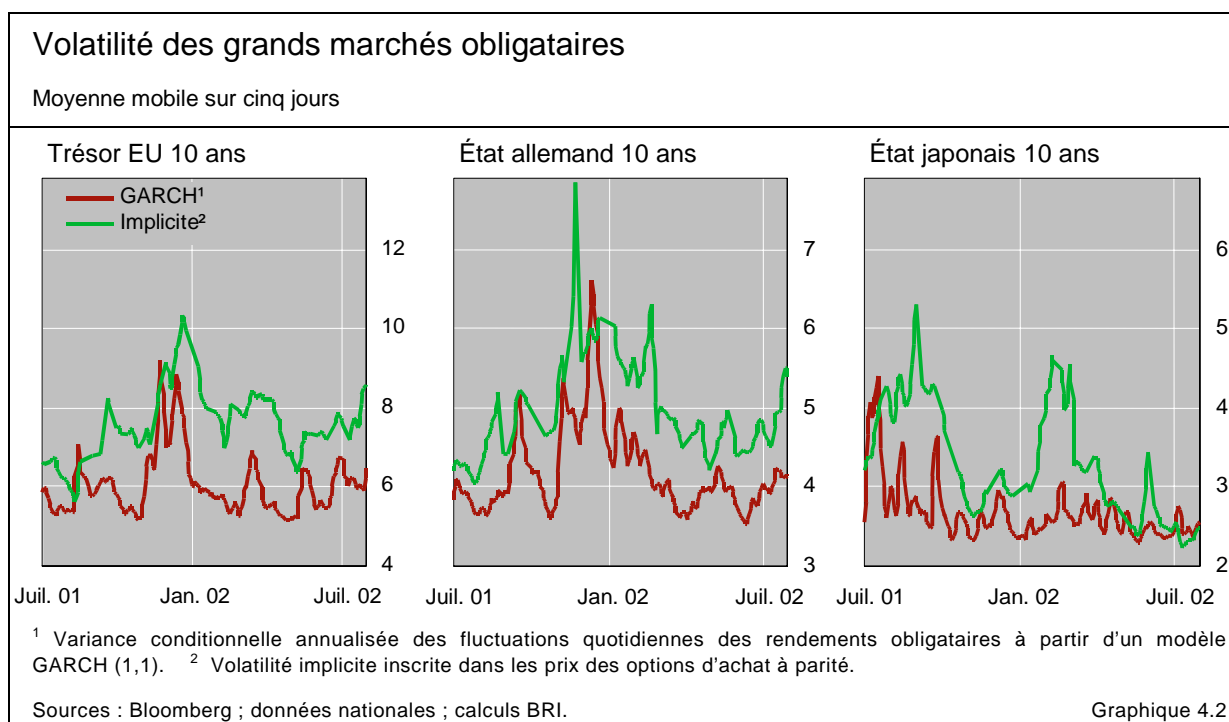
préliminaires pour juillet indiquent une hausse de 29 % par rapport à juin du nombre des contrats financiers échangés, plusieurs places ayant même inscrit de nouveaux records. Le compartiment des indices boursiers en a tout particulièrement bénéficié, les investisseurs cherchant à couvrir leurs positions sous-jacentes.

Produits de taux : légère progression

En l'absence de surprises dans le domaine de la politique monétaire, les produits de taux sont moins sollicités

Sur les marchés organisés, les produits de taux ont augmenté de 4 %, à \$152 800 milliards, alors qu'ils avaient diminué de 2 % au trimestre précédent. Si leur négoce est demeuré soutenu par référence au passé (graphique 4.1), la progression globale a néanmoins été étonnamment modeste. D'un côté, les intervenants ont été confrontés durant la période à un flux ininterrompu d'événements perturbateurs qui ont sans doute entretenu la spéculation. De l'autre, l'absence de décisions ou de surprises au sujet de la politique monétaire des principales économies a rendu moins nécessaire, pour les grands établissements financiers, le recours aux dérivés de taux pour ajuster rapidement la duration de leurs bilans. De fait, les anticipations d'un durcissement de la politique se sont graduellement atténuées, à mesure que les pressions sur les cours des actions accentuaient les doutes sur une reprise mondiale. Ce changement progressif des anticipations s'est reflété dans la faible variation de la volatilité dans les grands marchés d'obligations d'État pendant la majeure partie du trimestre (graphique 4.2).

Il convient toutefois de noter que les événements survenus en fin de période, notamment la réévaluation des comptes de WorldCom, ont entraîné un regain d'instabilité du marché et, par conséquent, une hausse du volume des contrats de taux en juillet.



Instruments du marché monétaire : activité soutenue

Les contrats du marché monétaire, qui représentent l'essentiel des produits de taux, ont progressé de 4 %, à \$134 900 milliards. Ils ont évolué de façon assez différenciée selon les zones géographiques : hausse de 4 % en Amérique du Nord, qui compte près de 70 % de l'activité sur taux courts ; stagnation en Europe ; négoce très soutenu dans la région Asie et Pacifique, avec une augmentation de 17 % due principalement aux contrats eurodollar du Singapore Exchange.

Évolution différenciée selon les régions

Le dynamisme des produits de taux courts depuis fin 2000, notamment des contrats eurodollar et euribor, s'explique surtout par la détente monétaire mais aussi par des modifications des pratiques de couverture et de négociation. Ainsi, certains investisseurs ont délaissé leurs instruments traditionnels à moyen et long terme, tels que titres d'État et contrats à terme connexes, pour les contrats et options d'échange de taux de gré à gré (en l'absence d'instruments liquides sur les marchés organisés)¹. Cette tendance s'est répercutée sur le volume de contrats à terme et options du marché monétaire, couramment utilisés pour la couverture des produits de gré à gré. En outre, de gros intervenants, comme des banques hypothécaires et des investisseurs sur titres adossés à des hypothèques, ont également intensifié leur recours aux contrats et options d'échange.

Dynamisme persistant des produits de taux courts dû aux modifications des pratiques de couverture et de négociation

Contrats sur obligations d'État : faible progression et modification dans la composition de l'activité

Les instruments à moyen et long terme, principalement sur taux d'obligations d'État, ont progressé à un rythme un peu plus lent (+2 %, à \$17 900 milliards) que ceux du court terme. Là aussi, l'activité révèle des divergences selon les zones géographiques : baisse de 3 % en Europe, qui représente 54 % du volume global des contrats à moyen et long terme, et de 5 % dans la région Asie et Pacifique, contre une augmentation de 13 % en Amérique du Nord. Certes, l'accentuation de la courbe des rendements du Trésor EU au deuxième trimestre a pu favoriser le négoce, mais des sources de marché laissent penser que des acteurs importants, comme les prêteurs hypothécaires américains, sont revenus à ces instruments.

Divergences régionales de l'activité sur taux longs

Il convient de noter dans ce segment un report sur les échéances courtes (graphique 4.3). Ainsi, les contrats sur valeurs du Trésor EU 5 et 10 ans du Chicago Board of Trade (CBOT) ne cessent de progresser depuis fin 1999, au détriment de celui sur obligation d'État américaine 30 ans. De fait, ce dernier a été supplanté par le 10 ans, qui arrive en tête des contrats sur obligation d'État américaine depuis le troisième trimestre 2001. La baisse tendancielle du contrat 30 ans s'explique notamment par deux éléments qui ont réduit la

Modification dans la composition de l'activité

¹ Les raisons de cette tendance ont été analysées dans plusieurs *Rapports trimestriels BRI*, notamment dans un article de Philip D. Wooldridge intitulé « Courbes des rendements : de nouvelles références », décembre 2001, pp. 49-59.

Marchés organisés : lancement de plusieurs contrats

Plusieurs contrats ont vu le jour au deuxième trimestre 2002, dont quelques-uns adossés aux contrats d'échange de taux. Début avril, le Chicago Mercantile Exchange (CME) en a proposé, après LIFFE et CBOT. Le fonctionnement de ses contrats sur taux d'échange 2, 5 et 10 ans diffère légèrement par rapport aux deux autres places, mais leurs principales caractéristiques en tant qu'outils de gestion des risques pour les entreprises et établissements financiers sont assez semblables. Ils s'apparentent toutefois davantage, par leur conception, aux contrats eurodollar CME^①. Leur cours est calculé d'après la méthode confirmée de l'International Monetary Market, en soustrayant le taux d'échange du pair (cours = 100 – taux d'échange), de sorte qu'ils ne sont pas convexes, contrairement aux titres obligataires qu'ils sont censés couvrir^②. Cependant, il convient de noter que les contrats sur taux d'échange CME ne sont pas encore très utilisés.

Après le lancement réussi, en octobre 2001, d'un contrat à terme sur taux d'échange 10 ans^③, CBOT a offert, en juin dernier, un nouveau contrat 5 ans. Bien que le premier ne représente qu'une faible partie du volume global des contrats de taux échangés sur CBOT (environ un tiers de 1 % au deuxième trimestre), il est déjà un peu plus demandé que son homologue sur titre d'agence 10 ans, car il bénéficie du rôle croissant des contrats d'échange de taux sur les marchés financiers américains.

En juin également, LIFFE a mis sur le marché des contrats Swapnote sur taux d'échange dollar 2, 5 et 10 ans. Ils se distinguent essentiellement de ceux des marchés américains par la fréquence de calcul des intérêts : une fois l'an au lieu de deux.

Toujours en juin, LIFFE a aussi lancé un contrat à terme sur valeur du Trésor allemand 2 ans (*Schatz*, abréviation de *Bundesschatzanweisungen*), concurrent de celui d'Eurex, déjà bien établi, mais légèrement différent pour attirer les investisseurs : notamment taille double (EUR 200 000) et possibilité de tarification plus précise (grâce à des échelons de cotation plus étroits).

En mai, enfin, le Chicago Board Options Exchange (CBOE) et le Pacific Exchange (PCX) ont proposé des options sur Diamond Trust, fonds négocié sur les marchés organisés (*exchange-traded fund* ou ETF)^④. Les ETF se développent rapidement depuis quelques années et sont considérés comme prometteurs pour la création de nouveaux contrats. Amex cote déjà plusieurs options de vente et d'achat sur ETF, notamment sur son Nasdaq-100 Index Tracking Stock, apparemment le plus actif au monde.

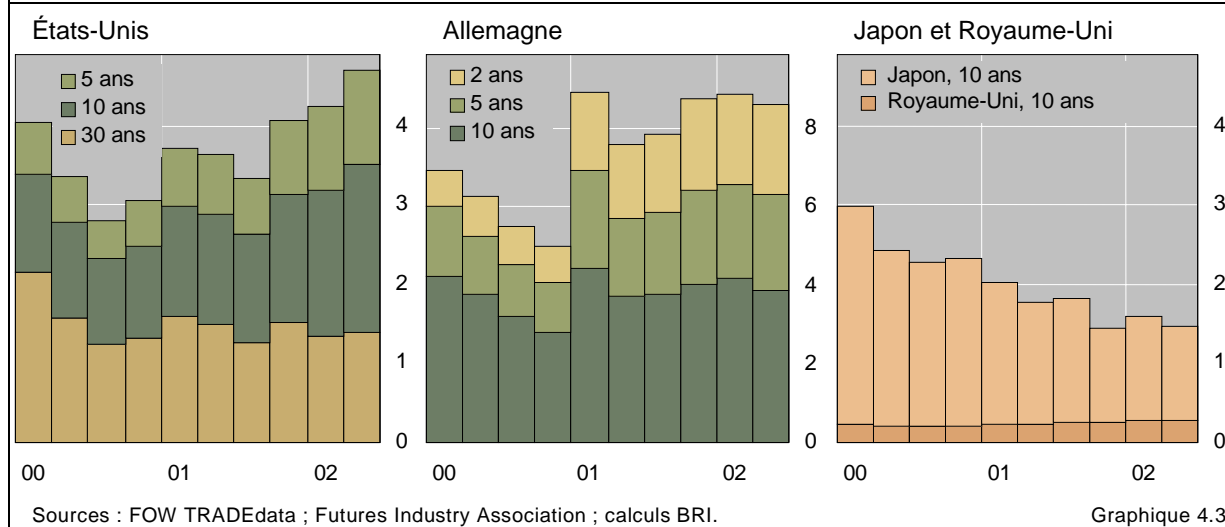
^① Pour des précisions plus techniques, se reporter à l'article de David A. Boberski « CME to launch interest rate swap futures », *Bond Focus*, SalomonSmithBarney, 29 janvier 2002. ^② Les contrats de LIFFE et CBOT, en revanche, sont tarifés à la manière des obligations, ce qui les rend convexes. ^③ Pour une analyse plus approfondie, voir le *Rapport trimestriel BRI* de mars 2002. ^④ Les ETF sont des titres négociés sur les marchés organisés (ou fonds indiciels) adossés à un panier d'actions sous-jacent. Ce panier peut être élargi ou réduit en fonction de la demande des investisseurs, ce qui apparente les ETF à des fonds communs de placement à capital variable. Toutefois, si les fonds communs traditionnels sont en général acquis ou remboursés seulement aux cours de fin de séance, les ETF peuvent être achetés ou vendus aux cours intrajournaliers tout au long de la séance.

liquidité du marché des obligations d'État : raccourcissement de l'échéancier de la dette du Trésor et annonce, en octobre 2001, de l'interruption des ventes d'obligations 30 ans.

Le compartiment des obligations d'État européennes révèle une évolution semblable : le contrat à terme sur obligation allemande 10 ans d'Eurex (*Euro Bund*) n'est pas parvenu à battre son record du premier trimestre 2001, alors que les échéances 2 et 5 ans (*Euro Schatz* et *Euro Bobl*) connaissent une progression régulière.

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



Les contrats sur indice boursier profitent toujours de l'expansion en Asie

Le volume global des contrats sur indice boursier a atteint un nouveau record au deuxième trimestre 2002, à \$15 400 milliards (+11 %). Il a fortement augmenté en juin, lorsque les marchés mondiaux des actions ont souffert des nouvelles irrégularités comptables des entreprises (graphique 4.4).

Même si les grandes zones géographiques ont toutes enregistré une activité assez soutenue, l'augmentation en valeur absolue s'explique pour plus de moitié par le développement rapide des contrats coréens (graphique 4.5) : +27 %, à \$3 700 milliards (dont 91 % d'options). La Corée arrive ainsi à présent au deuxième rang mondial, derrière les États-Unis (\$7 600 milliards), et devance sensiblement l'ensemble des places européennes (\$3 200 milliards au total). Hors contrats coréens, le rythme d'expansion global se trouve ramené à 7 %, avec 8 % en Amérique du Nord et 5 % en Europe.

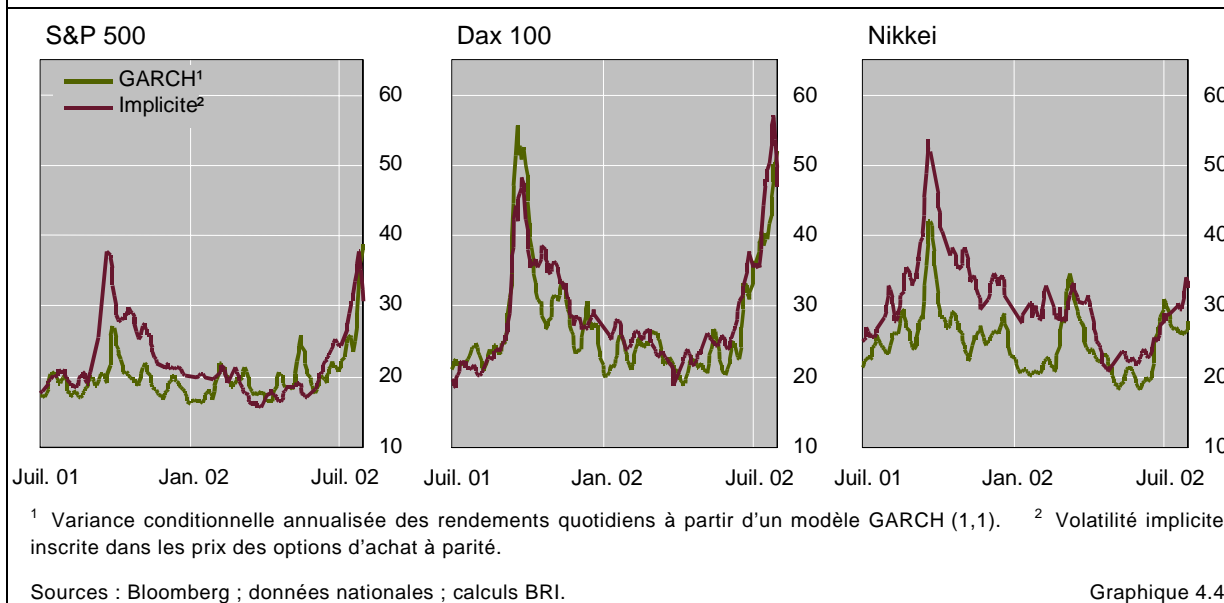
Comme pour les instruments de taux longs, le segment sur indice boursier a connu récemment divers changements. Ainsi, le contrat à terme S&P 500 CME, qui a été longtemps le premier au monde, a rapidement perdu du terrain au profit de sa version e-mini. Le S&P 500 e-mini a été bien accueilli, en effet, par les petits investisseurs pour deux raisons : sa taille réduite (un cinquième de la valeur normale du S&P 500) et la négociation électronique à la fois en séance et hors séance.

Expansion rapide des options sur indice boursier en Corée

Quelques changements

Volatilité de grands marchés des actions

Moyenne mobile sur cinq jours



Contrats sur devises : timide reprise

Les produits sur devises, qui représentent moins de 1 % du négoce global sur instruments financiers, semblent se remettre depuis quelques mois d'une longue période de baisse. Au deuxième trimestre 2002, ils ont progressé de 19 %, à \$808 milliards, grâce essentiellement à l'augmentation sensible des contrats à terme dollar/euro sur CME, qui y ont remplacé les contrats dollar/mark allemand et dollar/franc français. Si l'ensemble de l'activité CME sur les anciennes grandes monnaies nationales avait fortement diminué à l'approche du lancement de l'euro début 1999, elle était très élevée au milieu des années 90 et les nouveaux contrats dollar/euro n'ont pas encore atteint ces niveaux.

Augmentation
sensible des
contrats euro/dollar

Vive poussée du négoce mondial en juillet

Les données préliminaires de juillet indiquent que le nombre de contrats a augmenté de 29 % (à 412 millions) par rapport à juin et que plusieurs places d'Asie, d'Europe et d'Amérique du Nord ont encore enregistré des records mensuels². Cette forte hausse est due en grande partie à la progression de 41 % des transactions sur indice boursier, surtout en Asie et en Amérique du Nord. En outre, la confiance des investisseurs sur actions a continué d'être érodée par de nouvelles révélations d'irrégularités comptables (comme en témoigne l'accès de volatilité de ces marchés en juillet ; graphique 4.4),

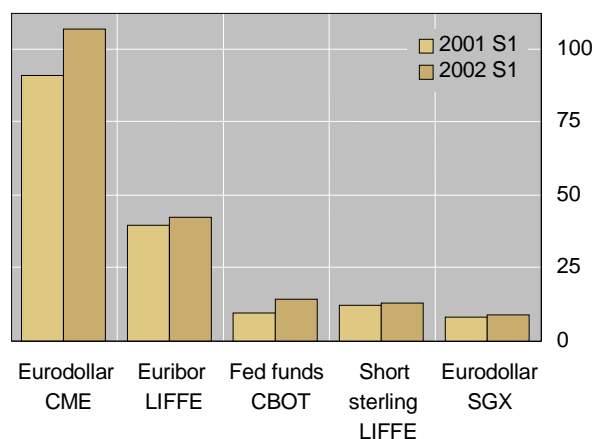
Nouvelles
perturbations
en juillet

² Au moment de la rédaction du présent rapport, les statistiques sur la valeur en dollars des contrats recensés par la BRI n'étaient pas disponibles.

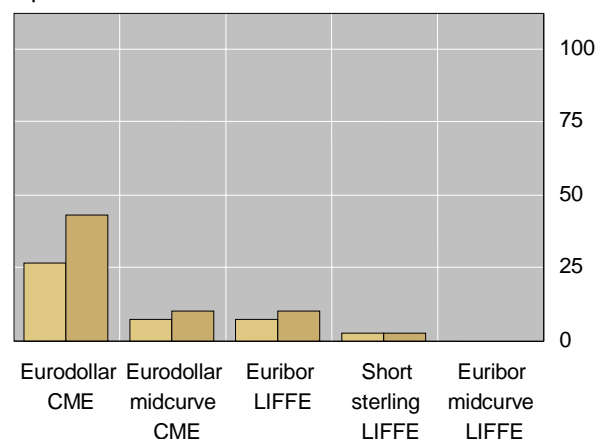
Principaux contrats des marchés organisés : valeur des transactions

En milliers de milliards de dollars EU

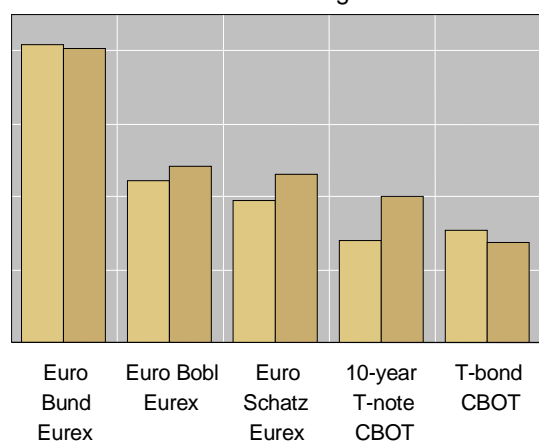
Contrats à terme sur taux court



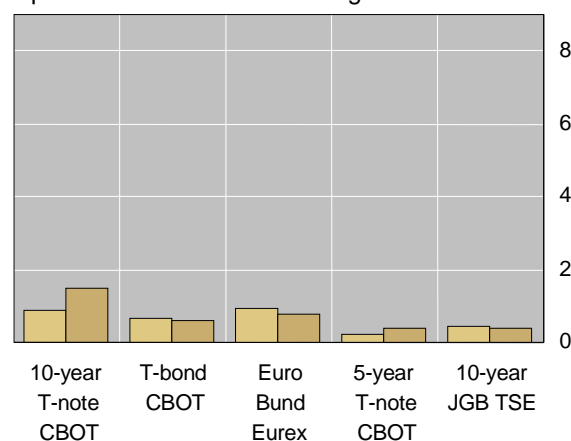
Options de taux d'intérêt à court terme



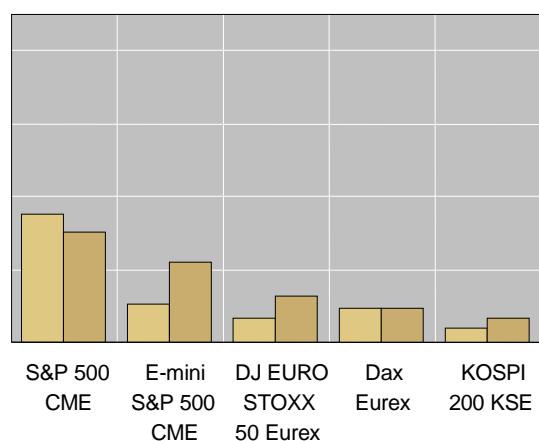
Contrats à terme sur taux long



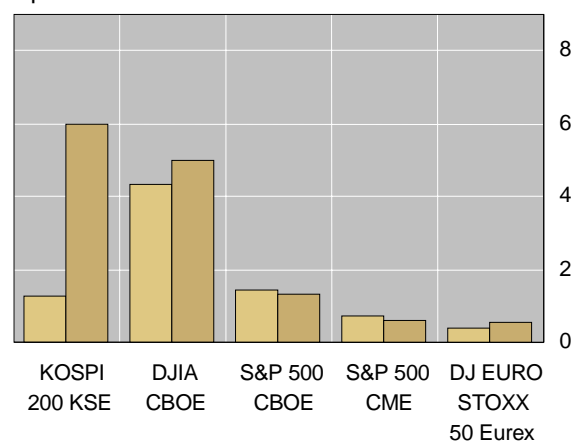
Options de taux d'intérêt à long terme



Contrats à terme sur indice boursier



Options sur indice boursier



Sources : FOW TRADEdata ; calculs BRI.

Graphique 4.5

notamment la réévaluation des résultats de WorldCom, fin juin. Ces événements expliquent apparemment l'expansion des transactions, les investisseurs ayant cherché à protéger la valeur de leurs portefeuilles d'actions.

Prédominance confirmée de quelques produits

Concentration du
négoce sur un petit
nombre de marchés
monétaires

Malgré leur dynamisme, les marchés dérivés restent dominés par quelques produits (graphique 4.5). Les cinq contrats à terme du marché monétaire les plus négociés ont représenté près de 95 % de l'ensemble au premier semestre 2002. Les intervenants ayant tendance à n'utiliser qu'un instrument à court terme par grande zone horaire, peu de nouveaux contrats gagnent en part de marché depuis quelques années. Seules les options midcurve sur contrats à terme de taux³ sont parvenues à s'établir sur CME.

Le segment des taux à long terme est un peu moins concentré, les cinq instruments les plus négociés ayant constitué 77 % de l'activité globale dans ce domaine durant la même période. Cela s'explique dans une large mesure par les possibilités de positionnement plus nombreuses dans ce segment de la courbe des rendements.

C'est dans le compartiment des contrats sur indice boursier que la concentration est la plus faible, les cinq principaux instruments ne représentant que 63 % de l'ensemble. La cause tient sans doute en partie à l'introduction, ces dernières années, de plusieurs contrats reposant sur divers sous-segments des marchés des actions.

³ Les options classiques prévoient la livraison de contrats à terme sous-jacents de même échéance, alors que, pour les options midcurve, elle porte sur des positions sur contrats à terme d'échéance plus longue. Les instruments permettent donc aux intervenants de gérer leurs expositions à long terme et de mieux tirer parti de la volatilité du marché.