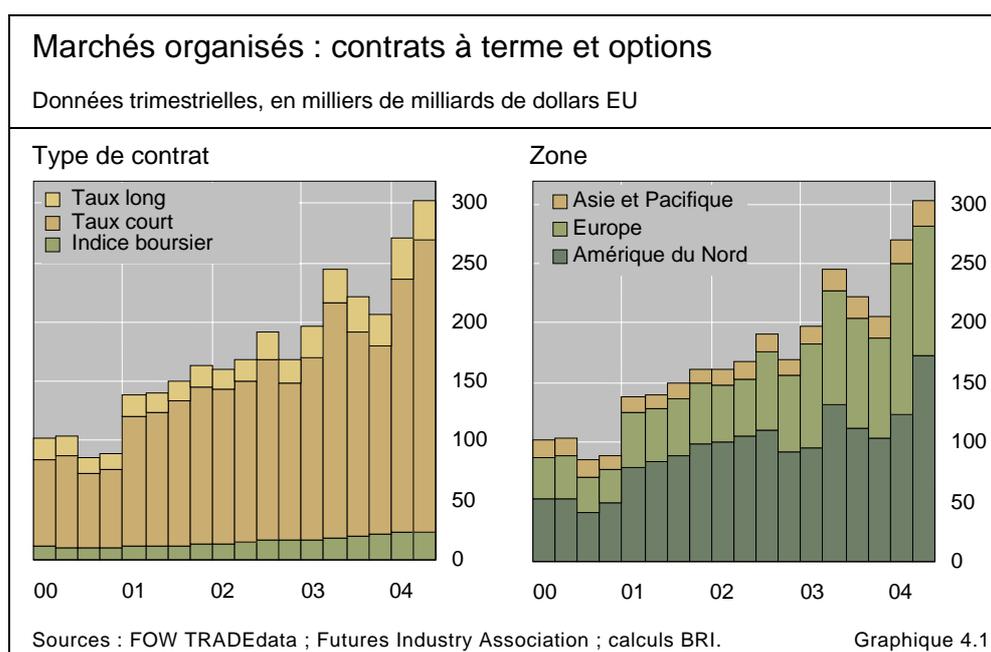


4. Marchés dérivés

Au **deuxième trimestre 2004**, le volume total des contrats négociés sur les marchés organisés – sur taux, indice boursier et devise – s’est fortement accru (+12 %), pour s’inscrire à \$304 000 milliards (graphique 4.1). Sur les six premiers mois, la progression a été remarquable (+43 %), surtout après la nette contraction (–16 %) du second semestre 2003.

Cet essor a toutefois été inégal selon les catégories de risques de marché et les zones géographiques. Le segment des dérivés sur indice boursier a stagné et celui des contrats sur devise s’est contracté de façon spectaculaire (–8 %, contre une hausse de 35 % au premier trimestre). Dans le compartiment de taux, l’activité sur contrats à terme et options de long terme n’a que faiblement progressé, l’expansion étant essentiellement attribuable aux contrats du marché monétaire. En Europe, le manque de dynamisme s’est fait sentir partout, le négoce chutant de près de 50 % sur devise et de 14 % sur taux d’intérêt et indice boursier. Aux États-Unis, l’activité a même régressé sur devise et indice boursier (respectivement –9 % et –4 %) mais s’est montrée très vigoureuse sur taux, surtout à court terme (affichant presque +50 %).



Des signes de croissance de l'économie américaine dynamisent les instruments du marché monétaire

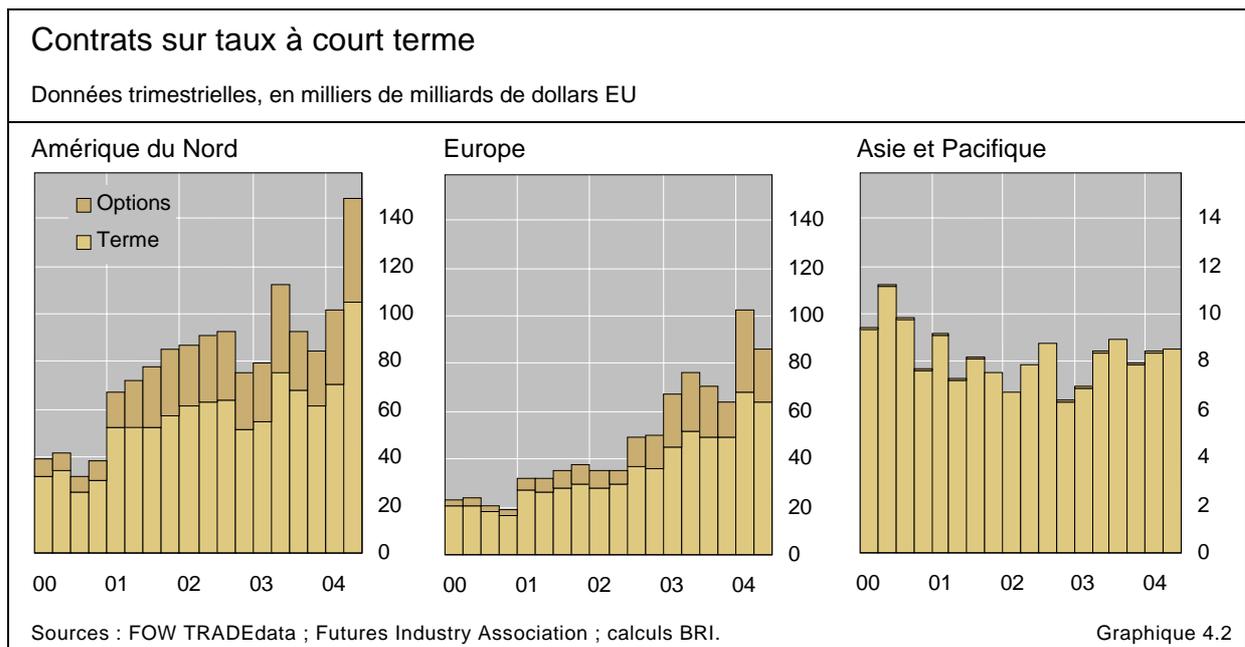
Le volume total des produits de taux négociés sur les marchés organisés a continué de s'accroître au deuxième trimestre 2004 (+13 %), pour atteindre \$280 000 milliards. Cet essor est d'autant plus spectaculaire que l'activité avait déjà progressé de 34 % au trimestre précédent. Il n'y a pourtant pas lieu de s'en étonner. Les taux longs avaient commencé à s'élever au premier trimestre et, vu la remarquable solidité du marché de l'emploi aux États-Unis, les intervenants s'attendaient à ce que la Réserve fédérale relève ses taux directeurs plus tôt que prévu initialement. Ils s'étaient donc portés massivement sur les dérivés, certains pour modifier leurs positions, d'autres pour se couvrir.

Contrairement au trimestre précédent, où l'essor venait autant des instruments du marché monétaire que des obligations d'État, il a, cette fois, été largement tiré par les premiers. L'activité a ainsi progressé de 15 % (à \$245 000 milliards) sur taux courts (eurodollar, Euribor et euro-yen) et de seulement 1,5 % sur taux longs (Trésor EU et emprunts d'État allemands et japonais). L'expansion du négoce sur le marché monétaire est attribuable à la vigueur des contrats à terme (+21 %), tandis que les options sont restées quasiment inchangées ; sur titres d'État, les tendances sont inverses : aucune évolution pour le terme, mais hausse des options (+11 %).

L'activité a grandement varié d'une région à l'autre : en repli de 14 % en Europe, principalement du fait des options sur taux courts, elle a augmenté de 44 % aux États-Unis, dépassant le sommet atteint il y a un an (graphiques 4.2 et 4.3). Une telle disparité n'avait pas été vue dans les produits de taux depuis le dernier trimestre 2000.

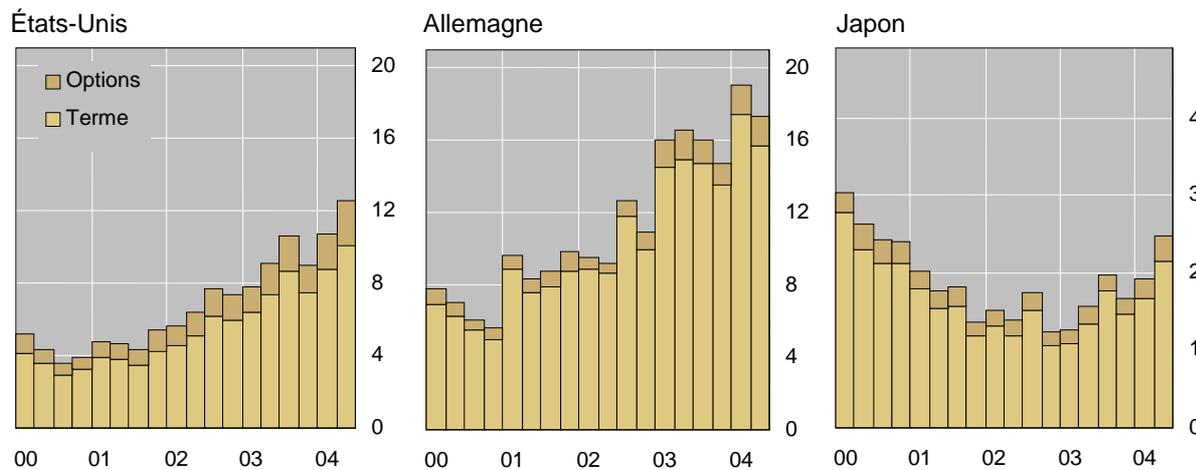
Dynamisme des
contrats de taux...

...sur le marché
monétaire surtout



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

Volume élevé aux États-Unis, malgré la baisse de la volatilité implicite...

...en raison, sans doute, de l'aversion pour le risque

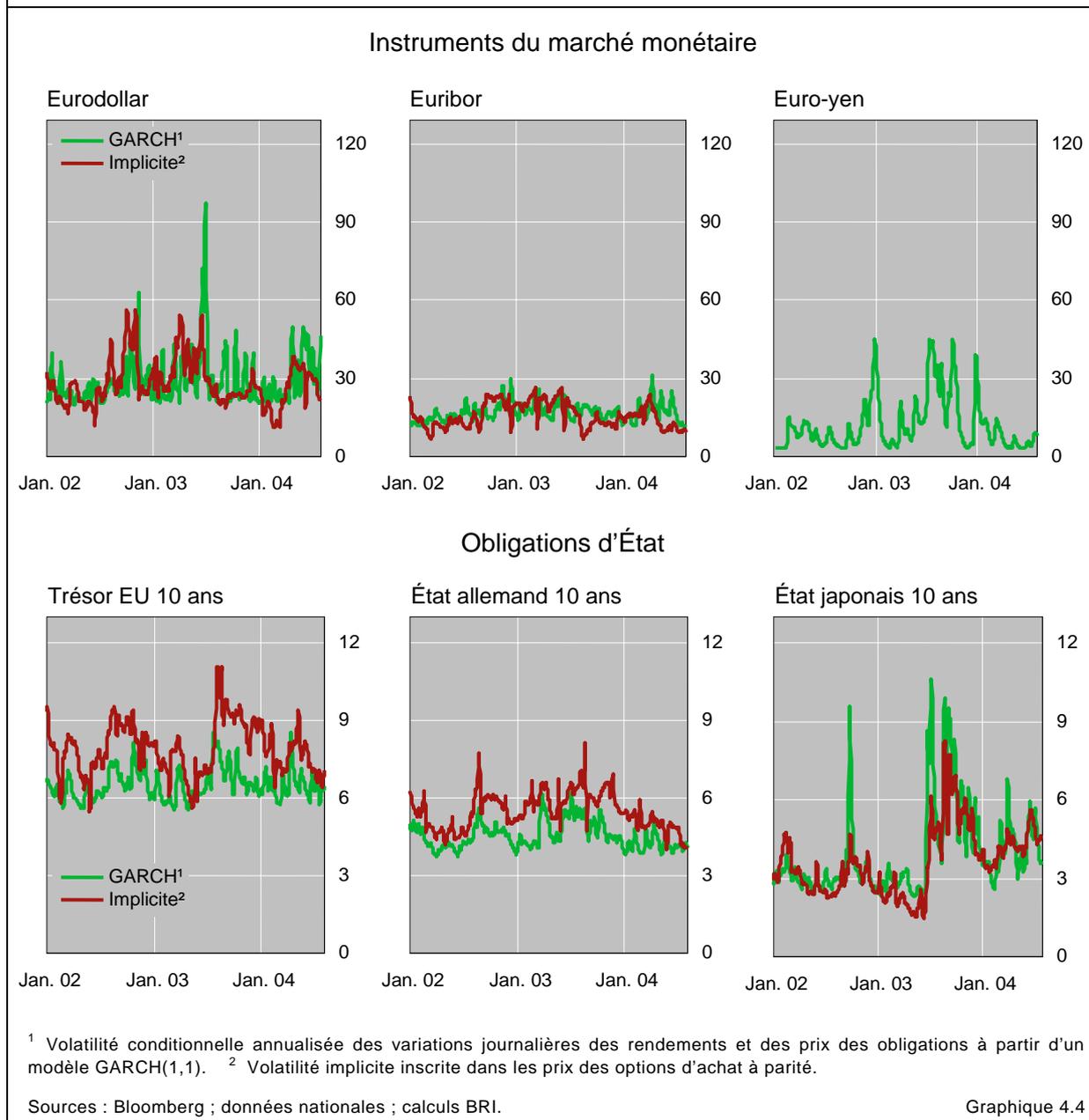
Aux États-Unis, les contrats du marché monétaire se sont montrés très dynamiques, malgré le repli marqué de la volatilité implicite (graphique 4.4). Cela n'est guère surprenant. Pour des fréquences mensuelles ou trimestrielles, la relation entre volume des instruments négociés sur les marchés organisés et volatilité des rendements du marché sous-jacent a toujours été relativement tenue. Ce phénomène tient notamment au fait que la volatilité n'est qu'une des deux composantes de la prime de risque – dont dépendrait *in fine* le volume d'activité –, la seconde étant le coefficient d'aversion pour le risque¹. Or, les prix des options sur indice boursier semblent indiquer que l'aversion pour le risque s'est récemment accrue aux États-Unis (graphique 1.7 du *Rapport trimestriel BRI* de juin 2004, p. 6). Par conséquent, la prime de risque exigée par les agents économiques est parfois restée élevée, en raison de la forte demande de protection.

La corrélation hautement négative, pour le négoce sur taux courts, entre les États-Unis et l'Europe, résulte d'une tendance amorcée fin 2000. La corrélation des taux de croissance de l'activité, mesurés sur 12 mois, n'a cessé de diminuer, revenant de 90 % début 2001 à moins de 50 % fin juin 2004. Sur la même période, on a pu observer une divergence de la volatilité implicite. Fin 2000, elle se situait à quelque 15 % dans les deux régions. Puis elle s'est fortement élevée aux États-Unis, atteignant en moyenne 50 % ces deux dernières années. Elle a augmenté dans la zone euro également, mais de façon moins prononcée, se maintenant autour de 25 % en moyenne. Ces évolutions ne semblent pas découler de différences de perception du risque. Les écarts mensuels entre les régions, en termes de variation de volume et de

¹ La prime de risque correspond au produit de l'aversion pour le risque (prix du risque) et de la volatilité (importance du risque).

Volatilité des grands instruments de taux

Moyenne mobile sur cinq jours



volatilité implicite, ont, en fait, été assez faiblement corrélés : 12 % pour le terme et -8 % pour les options. Toutefois, comme c'est le cas du lien entre volume et volatilité, les chiffres mensuels peuvent masquer une relation significative entre les deux variables sur des périodes plus brèves.

Aux États-Unis, l'activité a été particulièrement soutenue pour les contrats sur taux longs, dont le volume s'est inscrit en hausse de 17 % (+15 % pour le terme et +24 % pour les options), à \$34 000 milliards. En Europe, par contre, le négoce a diminué de 9 % (-10 % pour le terme et -4 % pour les options). Le regain d'activité outre-Atlantique peut s'expliquer par l'ampleur du repli de l'obligataire, les rendements augmentant de plus de 100 points de base dans

Vigueur des
contrats sur
obligations
américaines...

les deux mois qui ont suivi la publication, en avril et mai, de bons chiffres sur l'emploi. En Europe, le marché s'est nettement moins contracté que lors d'épisodes comparables de montée des rendements américains (avec des pertes inférieures de plus de moitié à celles de l'été dernier).

La vigueur du segment des taux longs aux États-Unis pourrait également être liée à l'accroissement relatif de la volatilité des rendements à long terme. L'écart de volatilité implicite dans les options de swap à échéance courte entre 1 an et 10 ans est passé de 22 % à 15 % entre les premier et deuxième trimestres 2004. Enfin, cette vigueur est peut-être aussi attribuable au changement de comportement des intervenants les plus actifs sur dérivés, plus particulièrement les investisseurs et courtiers en titres adossés à des hypothèques qui, face à une poussée des rendements, semblent ajuster plus fréquemment leurs opérations de couverture sur les marchés au comptant et à terme et recourir davantage aux options.

...grâce peut-être à un regain des couvertures d'hypothèques

Dans la région Asie et Pacifique, le négoce s'est accru de 5 %, surtout dans le segment des taux longs (+18 %, contre +1 % seulement pour les taux courts), essentiellement grâce au Japon, où semble se confirmer le redémarrage de l'activité ; ainsi, les instruments à terme sur taux y ont progressé de 43 % (+60 % sur taux courts et +29 % sur taux longs) et les options sur taux longs de près de 20 %. Le volume des transactions effectuées à Singapour, l'autre grande place d'Asie pour les contrats à terme sur taux courts (représentant avec le Japon 97 % du négoce de la région), s'est replié de 7,6 %. En Australie et en Nouvelle-Zélande, le négoce s'est contracté de 13 %, après une hausse de 37 % au premier trimestre.

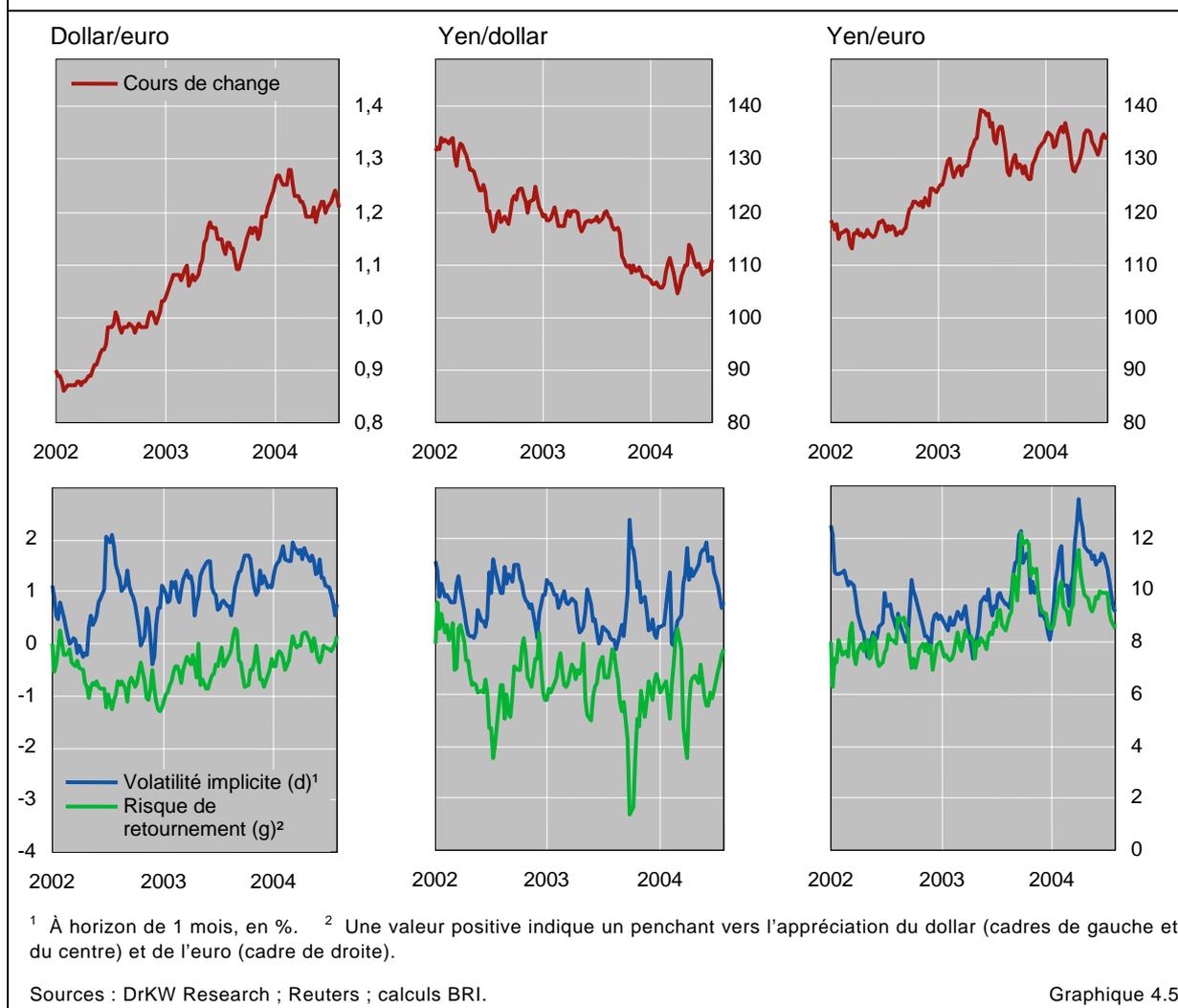
L'activité des contrats sur devises s'essouffle malgré d'importantes fluctuations de change

Sur les marchés organisés, le volume des transactions sur devise s'est établi à \$1 500 milliards au deuxième trimestre 2004, soit une baisse de 8 %. Le repli s'est surtout fait sentir en Europe, les contrats à terme et les options affichant respectivement -50 % et -40 %, contre -9 % et -18 % aux États-Unis.

Repli de l'activité sur devises, surtout en Europe...

Le négoce des contrats sur la paire dollar EU/euro et sur d'autres grandes devises est devenu morose après la forte expansion du premier trimestre, particulièrement en mars. Les transactions sur dollar EU et yen sont demeurées inchangées, tandis que celles sur euro, livre sterling et dollar canadien ont baissé de respectivement 21 %, 10 % et 4 %. S'agissant du dollar EU, l'activité est restée soutenue sur les places américaines (approchant +17 %) ; pour l'euro, par contre, elle a régressé aux États-Unis et en Europe (de -20 % à -64 %). Ce tassement masque d'importantes fluctuations mensuelles. Les transactions ont nettement diminué en avril (de -28 % à -38 %) et, dans une moindre mesure, en mai (de -1 % à -20 %) ; elles sont reparties en juin (de +27 % à +65 %), probablement grâce à l'évolution attendue de l'écart de taux d'intérêt induite par l'étonnante vigueur des indicateurs macroéconomiques américains.

Cours de change, volatilité implicite et risque de retournement



L'activité semble avoir été influencée moins par les variations des monnaies que par la relative stabilité de l'incertitude mesurée par la volatilité implicite. Au deuxième trimestre, les mouvements du dollar par rapport aux deux autres grandes monnaies ont été encore plus marqués qu'au premier (graphique 4.5). En règle générale, les amples fluctuations des cours accroissent le volume du négoce, surtout lorsqu'elles s'accompagnent d'une inversion de tendance, comme cela a été le cas dans la seconde moitié des deux trimestres précédents. Si cette tendance s'est vérifiée au premier trimestre, au deuxième, par contre, les agents économiques ont peut-être considéré que l'évolution du change et le niveau élevé de volatilité effective n'étaient que des effets temporaires du nouveau scénario macroéconomique, après les bons résultats de l'économie américaine en avril-mai. Confirmant cette interprétation, et malgré la forte volatilité effective due à l'importance des fluctuations de change, la volatilité implicite est restée quasiment inchangée, diminuant même légèrement au deuxième trimestre, pour se maintenir à 10-12 % sur une base annualisée (graphique 4.5). Au premier trimestre, en

...à cause peut-être de la stabilité de la volatilité implicite

revanche, la forte volatilité effective était allée de pair avec des fluctuations plus prononcées et plus persistantes de la volatilité implicite.

L'activité sur indice boursier stagne

Après quatre trimestres d'expansion, les opérations sur indice boursier ont stagné au deuxième trimestre. Le volume total est resté inchangé, à près de \$24 000 milliards, avec cependant une activité très inégale selon les régions. Les options sur KOSPI 200 du Korea Stock Exchange, lancées en octobre 1997, ont le plus contribué à l'essor en Asie, avec une progression de 14 %, à \$9 000 milliards. Le négoce s'est replié de 4 % (à \$9 000 milliards) sur les places nord-américaines et de 13 % (à \$4 800 milliards) en Europe, avec une baisse quasi uniforme (de -11 % à -14 %) en Allemagne, au Royaume-Uni et en France. La contraction a été plus nette pour les options que pour les contrats à terme en Allemagne et en France, avec le phénomène inverse au Royaume-Uni.

La stabilité globale de l'activité sur indice boursier s'explique sans doute par l'absence d'amples fluctuations sur le marché sous-jacent. Elle est peut-être aussi due aux niveaux exceptionnellement bas de l'incertitude de marché mesurée par la volatilité implicite dans les options sur indice boursier (proche de ses minimums historiques tant aux États-Unis que dans la zone euro). D'autres facteurs ont pu également freiner le négoce : malgré les bons résultats des entreprises américaines, on a observé une montée des préoccupations concernant un relèvement des taux directeurs, ce qui a probablement annulé l'effet des annonces de bénéfices en hausse et limité les opérations de couverture sur dérivés.

Il n'y a qu'en Asie
que l'activité repart

