

## 4. Marchés dérivés

Au **premier trimestre 2005**, après deux trimestres consécutifs de baisse, la valeur totale des contrats négociés sur les marchés organisés – sur taux, indice boursier et devise – a crû de 19 %, à \$333 000 milliards. L'activité a été soutenue dans tous les segments, et en particulier dans celui des taux (peut-être en raison de l'incertitude concernant les taux longs), surtout après le repli de l'obligataire fin février et début mars. Les opérations sur indice boursier ont probablement été stimulées par la remontée des principaux indices en février, après la publication de bénéfiques d'entreprises étonnamment solides et l'annonce de plusieurs grosses fusions.

Les données les plus récentes sur le gré à gré indiquent une hausse des positions au second semestre 2004. L'encours notionnel s'est établi à \$248 000 milliards fin décembre (+12,8 %). La valeur brute de marché a gagné 43 %, à \$9 100 milliards, ce qui correspond, après prise en compte des accords de compensation bilatéraux juridiquement valides, à une progression de 40 %, à \$2 100 milliards. En proportion de l'encours notionnel total, la valeur brute (intégrant les accords de compensation) n'a que légèrement augmenté, à 0,8 %.

Le *Rapport trimestriel BRI* publie désormais des statistiques relatives aux contrats dérivés sur défaut d'emprunteur, la composante la plus dynamique du gré à gré<sup>1</sup>. Fin décembre 2004, leur encours notionnel s'élevait à \$6 400 milliards. D'après l'enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés publiée le 17 mars 2005, les dérivés de crédit ont augmenté de 568 % entre juin 2001 et juin 2004, pratiquement cinq fois plus vite que l'ensemble du gré à gré.

### Vigueur de l'activité sur taux courts et longs

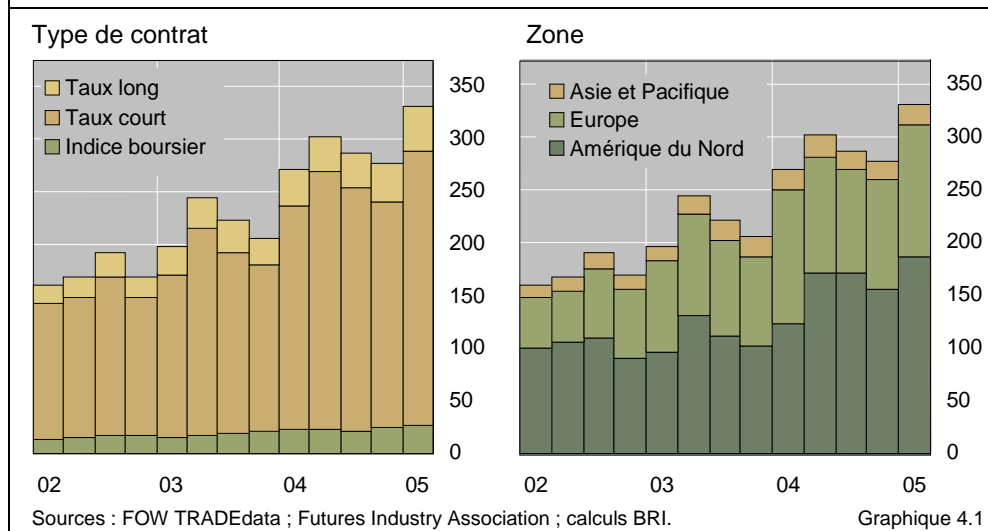
Le volume total des produits de taux négociés sur les marchés organisés s'est accru de 21 %, s'établissant à \$304 000 milliards. Cet essor a concerné les taux courts comme les taux longs. Les contrats du marché monétaire (eurodollar, Euribor et euro-yen) ont gagné 21 %, à \$262 000 milliards, avec

---

<sup>1</sup> Dans la présente édition du *Rapport trimestriel BRI* figurent aussi les premiers indicateurs de concentration pour les dérivés de gré à gré. Ces chiffres sont commentés dans le communiqué de presse *OTC derivatives market activity in the second half of 2004* (20 mai 2005), consultable sur [www.bis.org](http://www.bis.org).

## Marchés organisés : contrats à terme et options

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



une forte progression du terme et des options. Les contrats sur obligations ont augmenté de 20 %, à \$43 000 milliards (graphique 4.1).

Contrairement aux deux trimestres précédents, l'essor de l'activité sur taux courts a été général : aux États-Unis, le négoce a augmenté de 23 % (à \$159 000 milliards), les contrats à terme et les options gagnant respectivement 17 % et 38 % (graphique 4.2). En Europe, la progression globale a été de 18 %, à \$95 000 milliards (+13 % et +41 % pour le terme et les options).

Le volume accru de dérivés sur taux courts ne reflétait pas de nouvelles incertitudes sur l'orientation de la politique monétaire. La plupart des investisseurs s'attendaient que la Réserve fédérale continue le relèvement graduel de ses taux dans les prochains mois, ce qu'attestaient les prévisions unanimes des participants à une enquête de Bloomberg. Fait significatif, le négoce sur fonds fédéraux, déjà en recul notable fin 2004, s'est encore contracté de 1 % (terme) et de 14 % (options). Les contrats à terme et les options sur eurodollar 3 mois ont, quant à eux, gagné 20 % et 60 % respectivement.

Les contrats sur taux longs ont augmenté de 20 %, à \$43 000 milliards, avec une hausse de 11 % en Amérique du Nord, à \$15 000 milliards, et de 27 % en Europe, à \$25 000 milliards (graphique 4.3). Sur le marché américain, l'activité pourrait avoir résulté des besoins de couverture liés à un aplatissement inattendu de la courbe en début de période, suivi de dégagements subits dans le compartiment long fin février et début mars. En Europe, l'incertitude croissante sur les taux a peut-être joué : la volatilité implicite du taux des swaps s'est accrue de 3 points de pourcentage pendant le trimestre, les statistiques macroéconomiques étant plutôt mitigées.

Comme au trimestre précédent, le négoce sur taux longs pourrait aussi avoir été favorisé par une accentuation de l'écart de volatilité implicite, particulièrement marqué aux États-Unis, du fait de la chute de la volatilité dans le compartiment court (graphique 4.4) qui, en modifiant la sensibilité des

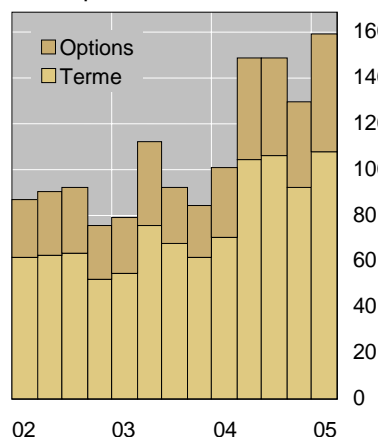
...a concerné toutes les échéances et les régions

Des perspectives de croissance incertaines favorisent les contrats européens sur taux longs

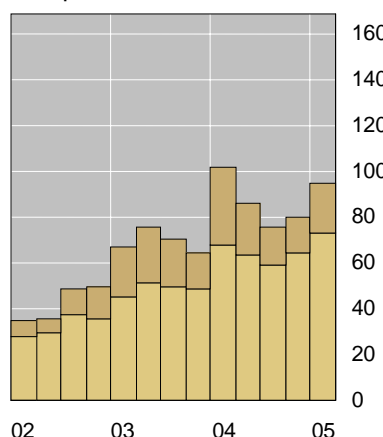
## Contrats sur taux à court terme

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

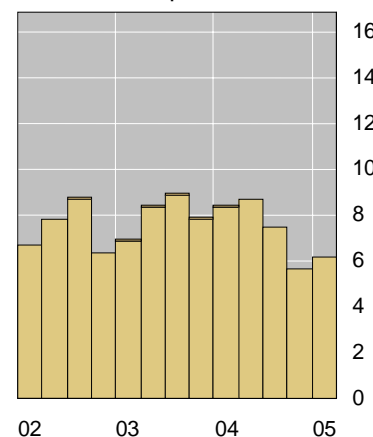
### Amérique du Nord



### Europe



### Asie et Pacifique



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

Graphique 4.2

portefeuilles aux variations d'échéances et de taux, peut avoir amplifié les besoins de couverture.

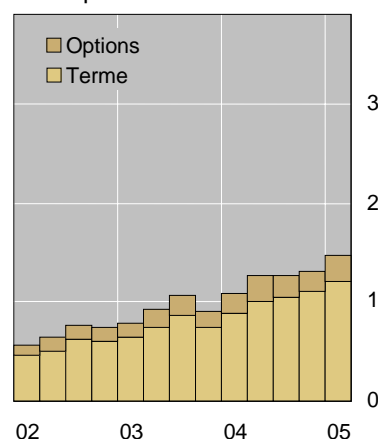
Redémarrage  
en Asie

Après deux trimestres de contraction, l'activité a augmenté de 10 % (à \$9 500 milliards) dans la région Asie et Pacifique. Le segment des taux courts a progressé de 9 %, contre 12 % pour les taux longs. Il a été plus dynamique dans le Pacifique (+13 %) qu'en Asie (+2 % seulement). À Singapour, le repli s'est poursuivi (-17 %). Au Japon, le négoce a redémarré (+19 %, après -27 %), avec un renforcement des positions sur court et long terme. Cela dénotait sans doute une plus grande incertitude quant aux prix et à la croissance – en janvier, les prévisions de la Banque du Japon indiquaient un net recul des tensions attendues sur les prix, mais les perspectives

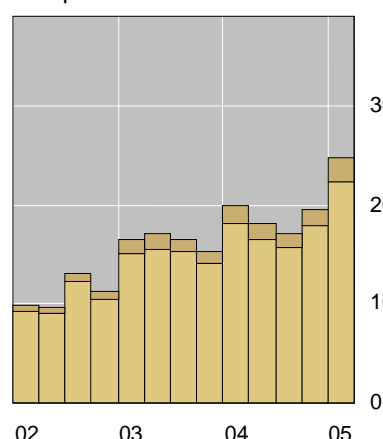
## Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

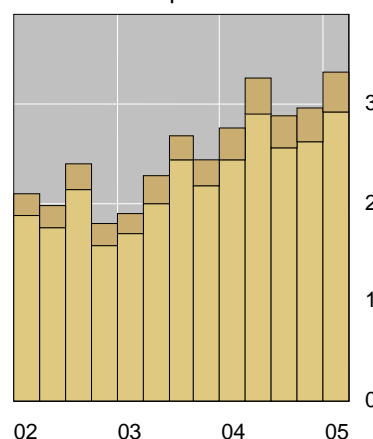
### Amérique du Nord



### Europe



### Asie et Pacifique

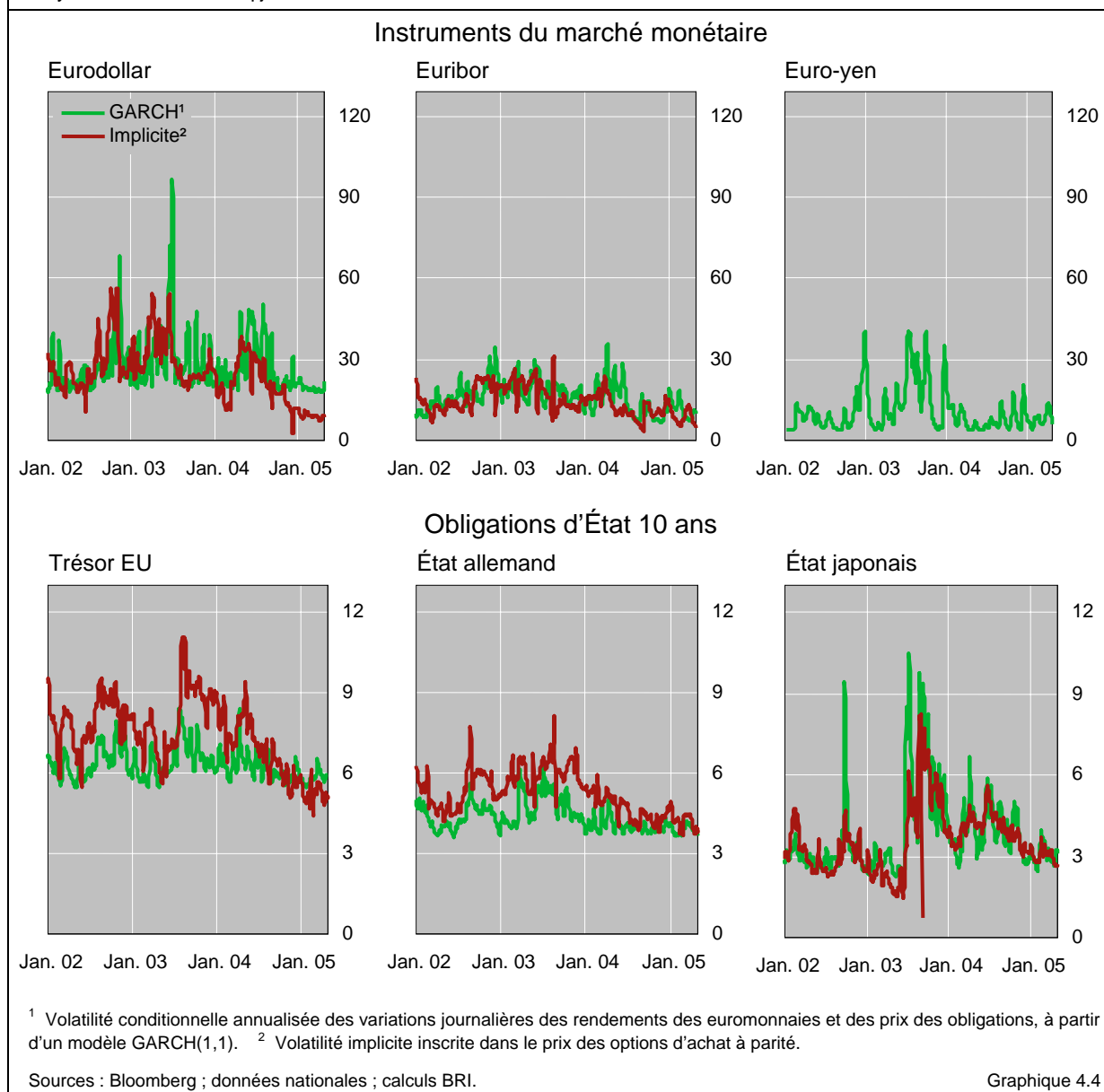


Sources : FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; calculs BRI.

Graphique 4.3

## Volatilité des grands instruments de taux

Moyenne mobile sur cinq jours



économiques se sont améliorées en février grâce à un volume étonnamment élevé de commandes de machines-outils et à la hausse du marché des actions.

### Poursuite de la progression des contrats sur devise

Les transactions sur devise ont augmenté de 15 %, à \$2 700 milliards. Les contrats à terme ont progressé de 14 % (à \$2 400 milliards) et les options de 25 %, sous l'effet, principalement, du négoce sur l'euro (+19 %), mais aussi sur le yen (+7 %) contre dollar.

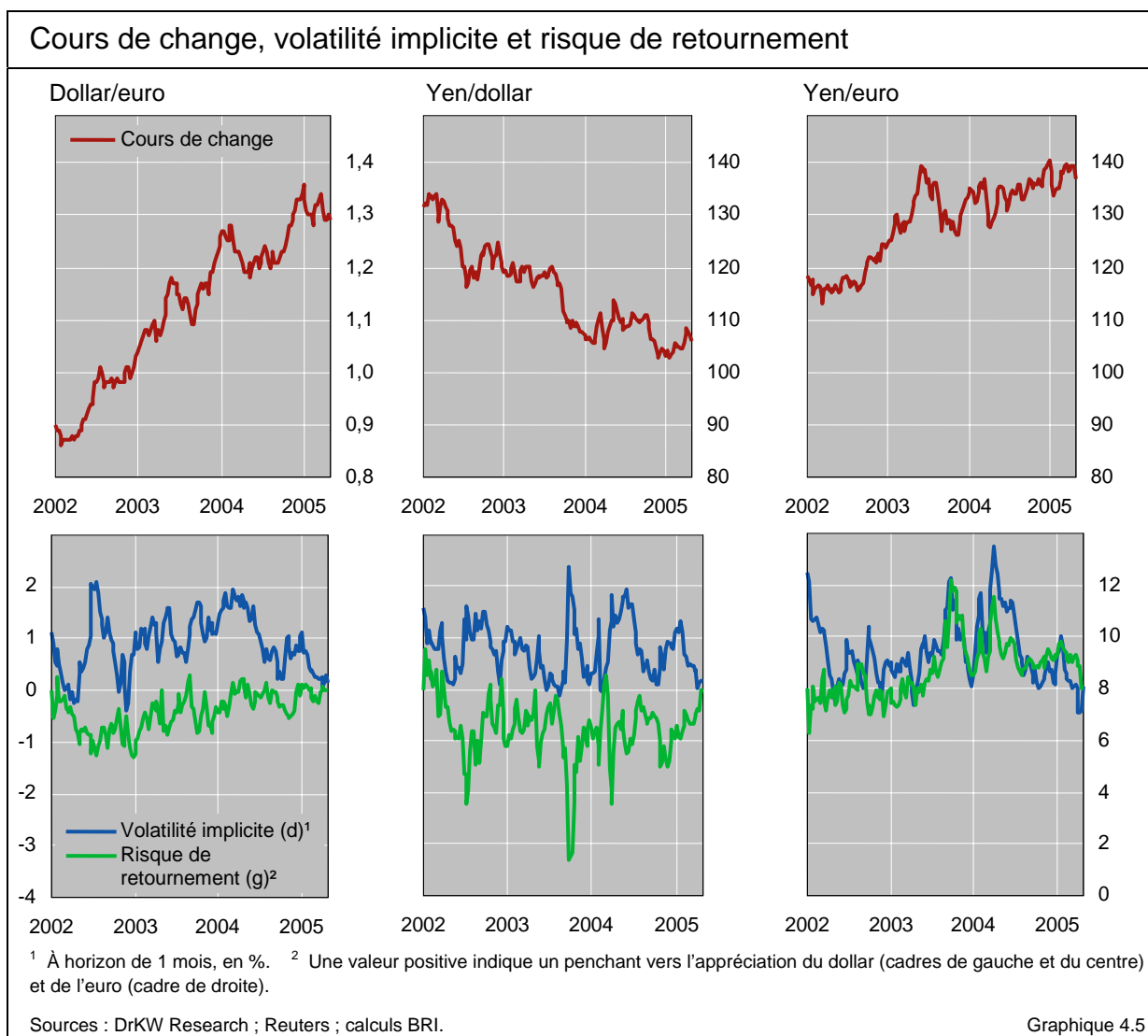
Essor des instruments sur devise...

L'activité a présenté des disparités régionales, tout en restant essentiellement concentrée sur les places américaines. Elle a crû de 14 % aux

États-Unis (à \$2 400 milliards), stagné en Asie (à \$30 milliards) et reculé de 3 % en Europe (à \$4 milliards). La valeur des contrats à terme et options traités à la Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BMF), Brésil, a poursuivi son ascension (+32 %), pour s'inscrire à \$234 milliards.

...soutenu par une réorientation des anticipations sur le dollar

Vu la baisse significative de la volatilité implicite des principales paires de monnaies, l'activité accrue d'investissement et de couverture n'a pas été associée à des incertitudes, mais sans doute plutôt aux variations effectives et anticipées du change et à la nécessité d'ajuster les positions. Ainsi, après une longue période de dépréciation, le dollar a regagné 4,5 % par rapport à l'euro et le risque de retournement dollar-euro, calculé à partir des options sur devise (graphique 4.5), s'est orienté vers une stabilisation, voire une légère appréciation. L'ample variation positive de l'indicateur de risque de retournement en mars s'est accompagnée d'une hausse de 34 % du négoce.



## Avancée, mais moins rapide, des opérations sur indice boursier

Les opérations sur indice boursier, qui avaient déjà progressé de 17 % au trimestre précédent, se sont inscrites en hausse de 7 % (à \$26 000 milliards). L'activité a été globalement plus soutenue aux États-Unis (+9 %, à \$11 000 milliards) qu'en Europe (+5 %, à \$6 000 milliards) ; elle a été particulièrement atone en Allemagne, avec une chute des transactions sur DAX. Dans la région Asie et Pacifique, le négoce a crû de 5 %, à \$9 000 milliards : l'expansion s'est poursuivie en Corée (+6 %), au Japon (+10 %) et en Australie (+13 %).

Les options ont augmenté de 8 %, à \$15 000 milliards, et les contrats à terme de 5 %, à \$12 000 milliards. La croissance plus vigoureuse des premières provient des marchés américain (+7 %) et européen (+10 %).

L'essor du négoce sur indice boursier aux États-Unis et en Europe contraste avec la stabilité des indices sous-jacents, en hausse de 0,1 % et 2,4 % respectivement. Il ne semble pas traduire une accentuation de l'incertitude, la volatilité implicite étant stable autour de 12 % en termes annualisés, mais plutôt une aversion légèrement plus prononcée pour le risque : en baisse toute l'année dernière, le coefficient d'aversion relative estimé à partir des options sur indice boursier a eu tendance à augmenter.

Les contrats sur actions individuelles (recensés en nombre de contrats) sont restés corrélés positivement avec ceux sur indice : les contrats à terme et options se sont accrus de 11 % (17 % en Europe et 6 % aux États-Unis).

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

...– certes moins rapide en Europe –...

...traduit une aversion croissante pour le risque

## Atonie persistante des contrats sur marchandise

Après un repli au troisième trimestre 2004 et un léger redressement au quatrième, l'activité sur marchandise – mesurable seulement en nombre de contrats – est globalement restée atone, avec d'importantes disparités régionales. En hausse de 12 % aux États-Unis, elle a perdu 2 % en Europe et 18 % en Asie. Dans cette dernière région, la chute est entièrement attribuable aux dérivés sur énergie et sur métaux non précieux des marchés japonais et chinois. Le seul segment à progresser est celui des dérivés agricoles (+26 %)<sup>2</sup>.

Les contrats à terme, qui représentent 89 % du négoce, ont diminué de 1 %, mais les options ont progressé (+9 %), avec d'importantes disparités selon les supports : baisse pour les produits énergétiques (–5 %) et les métaux précieux (–31 %) ; hausse pour les métaux non précieux (+21 %) et les produits agricoles (+32 %). La confiance continue dans la vigueur du PIB, au moins aux États-Unis, pourrait expliquer la chute des métaux précieux (généralement plus prisés durant les creux conjoncturels) et la poussée des métaux non précieux (dont les cours tendent à devancer les phases d'expansion).

Atonie persistante des contrats sur marchandise

Dynamisme des contrats sur métaux non précieux

---

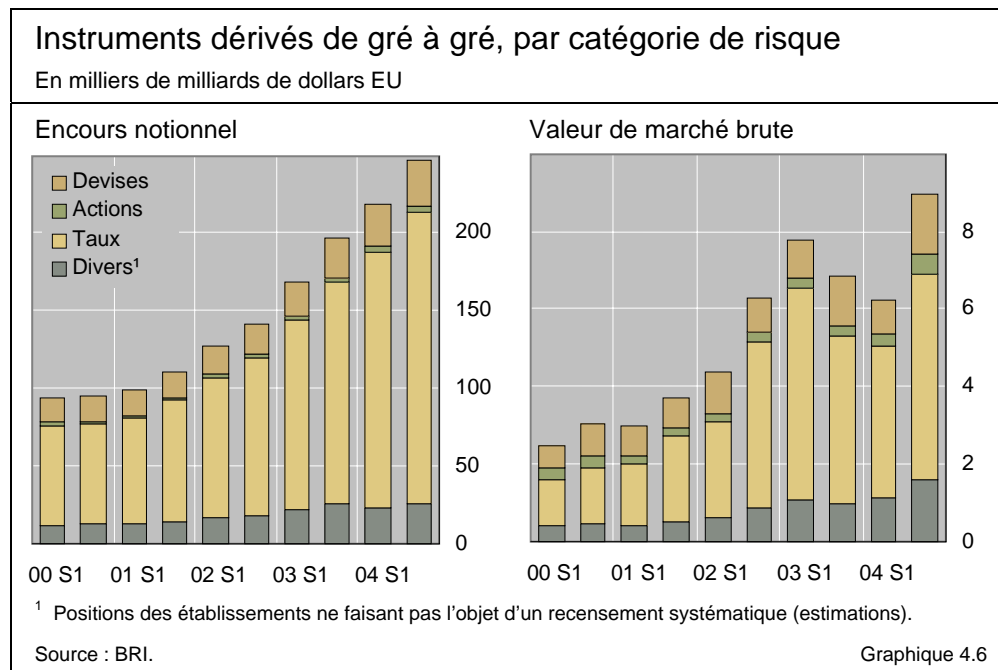
<sup>2</sup> Il représente 35 % de l'ensemble des dérivés sur marchandise.

## Vigoureuse progression du gré à gré

Le *Rapport trimestriel BRI* publie à partir de maintenant des statistiques sur les contrats dérivés sur défaut d'emprunteur (CDD)<sup>3</sup>. Les dernières données sur le gré à gré (second semestre 2004) montrent que leur encours notionnel totalisait \$6 400 milliards en fin d'année, dont \$2 700 milliards entre courtiers déclarants. L'ensemble du gré à gré a connu une augmentation substantielle : fin décembre, l'encours notionnel global s'est établi à \$248 000 milliards (+12,8 %) (graphique 4.6 et tableau 1), marquant une légère progression par rapport au premier semestre (lui-même en hausse de 11,6 %). La valeur brute de marché, en chute de 20 % lors des deux enquêtes précédentes, est remontée de 43 %, à \$9 100 milliards. En tenant compte des accords bilatéraux de compensation, la progression était encore de 40 %, à \$2 100 milliards, ce qui ne représentait toutefois que 0,8 % du montant notionnel total.

### *Hausse des montants notionnels, surtout pour les instruments de taux*

L'augmentation des montants notionnels est essentiellement attribuable aux instruments de taux, en hausse de 13,8 %, à \$187 000 milliards. Après une forte expansion les deux semestres précédents, les swaps ont été particulièrement dynamiques, progressant de 15,5 %, à \$147 000 milliards, et représentaient, fin décembre 2004, près de 80 % des instruments de taux sur le gré à gré. Les options se sont accrues de 13,6 % (à \$27 000 milliards), alors



<sup>3</sup> La collecte des données concernant les CDD a débuté en décembre 2004 ; aucune information sur les encours notionnels n'est donc disponible avant cette date. L'Annexe statistique ne présente par les chiffres des CDD. Un CDD est une assurance couvrant le risque de défaut d'une signature donnée. Après un incident de crédit prédéterminé, l'acheteur de protection est indemnisé par le vendeur pour les pertes en résultant. En contrepartie, l'acheteur verse une prime au vendeur pendant toute la durée du contrat.

Instruments dérivés de gré à gré <sup>1</sup>								
Encours, en milliards de dollars EU								
	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin juin 2003	Fin déc. 2003	Fin juin 2004	Fin déc. 2004	Fin juin 2003	Fin déc. 2003	Fin juin 2004	Fin déc. 2004
Total	169 658	197 167	220 058	248 288	7 896	6 987	6 395	9 133
A. Instruments sur devises	22 071	24 475	26 997	29 575	996	1 301	867	1 562
Terme sec et swaps cambistes	12 332	12 387	13 926	15 242	476	607	308	643
Swaps	5 159	6 371	7 033	8 217	419	557	442	761
Options	4 580	5 717	6 038	6 115	101	136	116	158
B. Instruments de taux <sup>2</sup>	121 799	141 991	164 626	187 340	5 459	4 328	3 951	5 306
Terme	10 270	10 769	13 144	12 805	20	19	29	20
Swaps	94 583	111 209	127 570	147 366	5 004	3 918	3 562	4 793
Options	16 946	20 012	23 912	27 169	434	391	360	492
C. Instruments sur actions	2 799	3 787	4 521	4 385	260	274	294	501
Terme et swaps	488	601	691	759	67	57	63	81
Options	2 311	3 186	3 829	3 626	193	217	231	420
D. Instruments sur marchandises <sup>3</sup>	1 040	1 406	1 270	1 439	100	128	166	170
Or	304	344	318	369	12	39	45	32
Autres marchandises	736	1 062	952	1 070	88	88	121	138
Terme et swaps	458	420	503	554	...	...	...	...
Options	279	642	449	516	...	...	...	...
E. Autres <sup>3</sup>	21 949	25 508	22 644	25 549	1 081	957	1 116	1 594
Risque de crédit brut <sup>4</sup>	.	.	.	.	1 750	1 969	1 478	2 076
<i>Contrats sur les marchés organisés<sup>5</sup></i>	38 203	36 740	52 802	46 592	.	.	.	.

<sup>1</sup> Chiffres corrigés des doubles recensements. Montant notionnel : positions entre déclarants divisées par deux ; valeur de marché brute : valeur de marché positive brute de tous les contrats + valeur de marché négative brute des contrats avec les non-déclarants.  
<sup>2</sup> Contrats en une seule monnaie uniquement. <sup>3</sup> Chiffres corrigés des doubles recensements (estimations partielles). <sup>4</sup> Valeur de marché brute après prise en compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides. <sup>5</sup> Sources : FOW TRADEdata ; Futures Industry Association ; places respectives.

que les contrats à terme, après une hausse notable, se sont contractés de 3 % (à \$13 000 milliards).

L'expansion des swaps de taux a principalement concerné les instruments sur euro et livre sterling, qui se sont élevés de 20 %, à \$59 000 milliards et \$12 000 milliards respectivement. Le segment du dollar, à l'origine de l'essor des swaps au premier semestre (+25 %), n'a augmenté que de 7,9 %, à \$45 000 milliards (graphique 4.7).

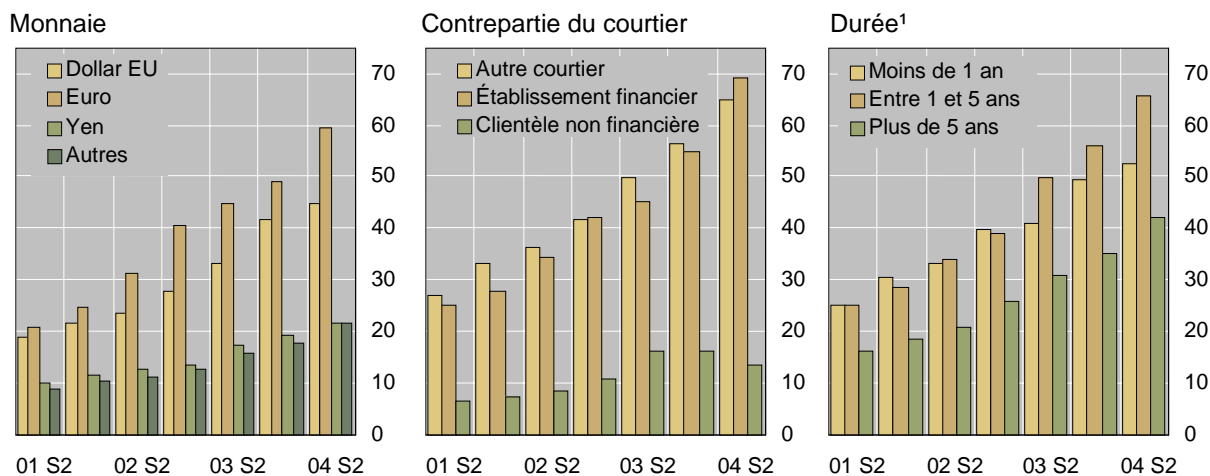
...en particulier sur euro et livre sterling

La progression de l'encours notionnel des dérivés de taux résulte largement des transactions entre courtiers déclarants (+13 %) et, comme au premier semestre 2004, entre courtiers et établissements financiers (+23 %). Les opérations de la clientèle non financière, entreprises essentiellement, ont diminué de 14 %. En ce qui concerne les échéances, la croissance du long



## Swaps de taux

Encours notionnel, en milliers de milliards de dollars EU



<sup>1</sup> Y compris contrats de taux à terme de type FRA (environ 8 % de l'encours notionnel total en décembre 2003).

Source : BRI.

Graphique 4.7

terme (18 % pour les instruments à plus de 5 ans et 16 % de 1 an à 5 ans) a été supérieure à celle du court terme (9 %). Durant la période précédente, à l'inverse, c'est le court terme qui avait dominé, avec une hausse de 23 %.

Les instruments sur devise ont progressé de 9,5 %, à \$30 000 milliards, et de 21 % sur l'année 2004 (en net ralentissement pourtant par rapport à 2003), malgré les fluctuations persistantes du dollar vis-à-vis des principales monnaies (décrochage de 15 % face à l'euro en 2003, puis de 8 % en 2004). L'augmentation de l'encours notionnel (+16,8 %) a surtout concerné les swaps ; les contrats à terme sec et les swaps cambistes n'ont pas progressé plus que la moyenne du segment (+9,5 %) ; après sa croissance exceptionnelle en 2003, le négoce des options a été plutôt morose (+1,3 % seulement).

Les swaps de devises pourraient avoir été stimulés par l'écart croissant entre les taux anticipés aux États-Unis et dans la zone euro ; les agents économiques ont peut-être été incités à mieux s'en protéger. Les positions entre courtiers et établissements financiers ont le plus progressé (+15 %) ; celles entre courtiers déclarants se sont accrues de 8 %, moins qu'au premier semestre (+25 %). Après un recul de 4 %, l'encours envers la clientèle non financière est légèrement remonté (+3 %).

### Contrats dérivés sur défaut

Fin 2004, l'encours notionnel des CDD s'est établi à \$6 400 milliards, près de 50 % de plus que celui des produits sur actions, mais très nettement moins que ceux des taux ou des devises (\$187 000 milliards et \$30 000 milliards, respectivement). Malgré sa taille relativement modeste, le segment a connu un essor exceptionnel. D'après l'enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés, il a progressé de 568 % en trois ans (à juin 2004), contre 121 % pour l'ensemble du gré à gré.

L'élargissement de l'écart de taux anticipé stimule les swaps

Développement exceptionnel des CDD

Les transactions entre courtiers déclarants se sont montées à \$2 700 milliards, pour un encours de \$6 400 milliards. L'encours avec la clientèle (achat et vente) consistait pour plus de 80 % en positions vis-à-vis d'établissements financiers non déclarants. L'échéance des CDD était à 70 % de 1-5 ans ; pour les signatures multiples, la proportion était très comparable (60 %).

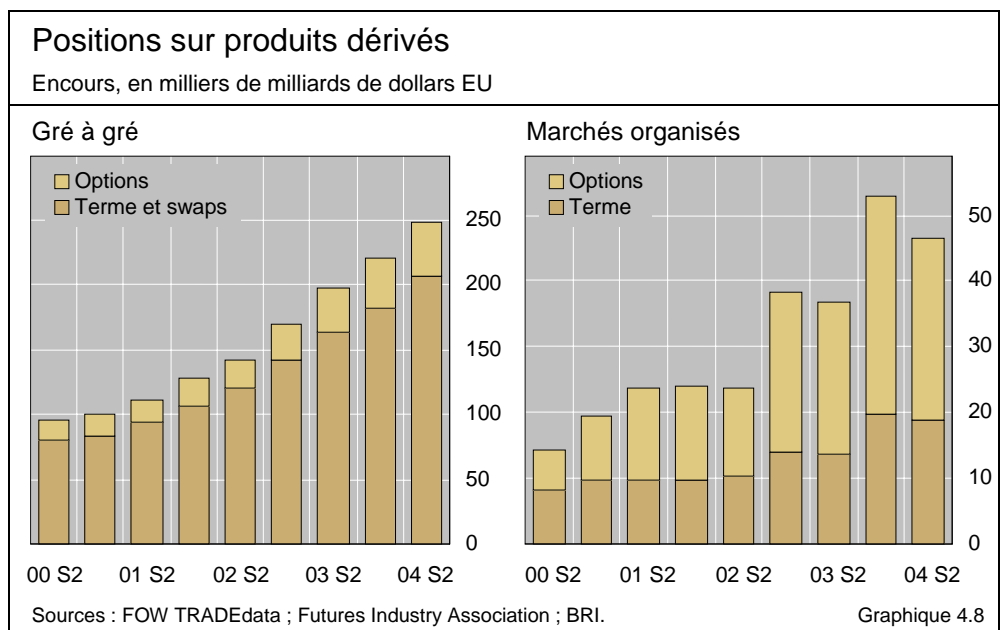
En valeur nette, la protection achetée par les courtiers aux non-courtiers s'est élevée à \$178 milliards, dont \$149 milliards auprès d'établissements financiers non déclarants sur des signatures multiples, dans quasiment deux tiers des cas. La valeur nette de marché atteint \$4 milliards (\$89 milliards en valeur brute positive et \$93 milliards en valeur négative).

La cotation récente des dérivés de crédit sur indices de la famille iTraxx pourrait encore favoriser l'essor de ces instruments en fournissant un outil de référence et de règlement largement reconnu. Les investisseurs seront assurés que les cotations des opérateurs seront proches du consensus de marché (comme le Libor oriente la tarification des swaps de taux), d'où une transparence accrue, qui stimulera les volumes de CDD et d'options sur note de crédit réglées en espèces.

La cotation des dérivés de crédit devrait soutenir l'expansion des CDD

*Vive hausse de la valeur brute de marché*

Après deux semestres consécutifs de baisse, la valeur brute de marché a vivement augmenté (+43 %), à \$9 000 milliards (graphique 4.6). Premier segment du gré à gré, les produits de taux ont progressé de 34 %, à \$5 300 milliards. Les instruments sur dollar n'ont gagné que 3 %, à \$1 500 milliards, contre 65 % pour l'euro et 26 % pour la livre sterling, à \$2 900 milliards et \$237 milliards respectivement. La valeur brute de marché a fait un bond de 80 % (à \$1 600 milliards) pour les produits sur devise et de 70 % sur actions (à \$500 milliards) ; le poids de ces deux compartiments reste



toutefois relativement limité. Rapportée à l'encours notionnel, la valeur brute de marché est passée de 2,9 % à 3,7 %. Après prise en compte des accords bilatéraux de compensation, la hausse est comparable, mais elle reste faible (passant de 0,7 % à 0,8 %) en proportion du montant notionnel.

### Évolution divergente du gré à gré et des marchés organisés

Au second semestre 2004, l'essor de 12,8 % du gré à gré a coïncidé avec un repli de 11,8 % des marchés organisés<sup>4</sup>. L'écart est particulièrement ample depuis mi-2003 pour l'encours notionnel (graphique 4.8), avec une hausse de 46 % pour le premier et de 22 % pour les seconds. Sur les 18 mois précédents, en revanche, les deux segments avaient enregistré une croissance identique égale à quelque 55 %.

---

<sup>4</sup> Lorsqu'on compare les marchés organisés et le gré à gré, il faut se souvenir que l'encours notionnel tend à augmenter plus rapidement sur le gré à gré, où les activités de couverture et de négociation impliquent généralement la conclusion de nouveaux contrats, ce qui accroît mécaniquement l'encours.

