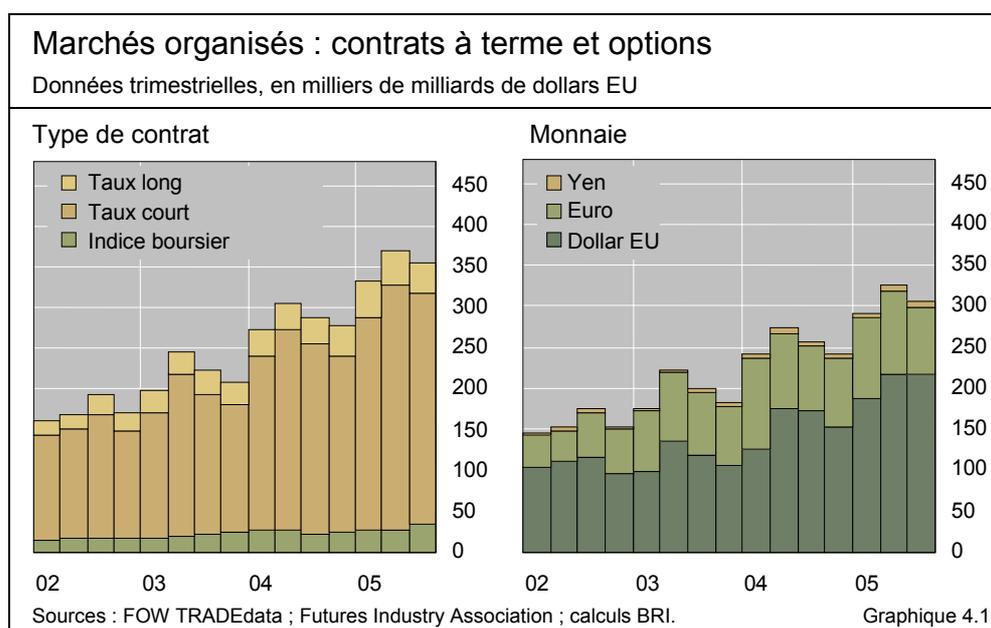


4. Marchés dérivés

Au **troisième trimestre 2005**, les marchés organisés se sont repliés. À \$357 000 milliards, le volume total des contrats – sur taux, indice boursier et devise – a perdu 4 % (graphique 4.1), sous l'effet, il est vrai, des facteurs saisonniers qui affectent le compartiment des taux au troisième trimestre. En revanche, le rythme de progression annuelle a légèrement augmenté, à 23 %, contre 21 % au trimestre précédent.

Après un premier semestre atone, les contrats à terme et options sur indice boursier se sont fortement développés (+22 %, à \$34 000 milliards). Dans ce segment, la Corée a, pour la première fois, dépassé les États-Unis. S'agissant des dérivés sur devise, l'expansion du marché obligataire intérieur au Mexique a favorisé l'essor d'un gré à gré de plus en plus sophistiqué pour instruments en pesos.

Sur le premier semestre 2005, les contrats dérivés sur défaut ont bien résisté aux dégagements du printemps sur les marchés de la dette, consécutifs aux déclassements dans le secteur automobile des États-Unis : l'encours notionnel a augmenté de 60 % (à \$10 000 milliards), soit nettement plus que pour les instruments sous-jacents, ce qui a accru le risque d'illiquidité, puisque la plupart des contrats prévoient la livraison physique du support en cas

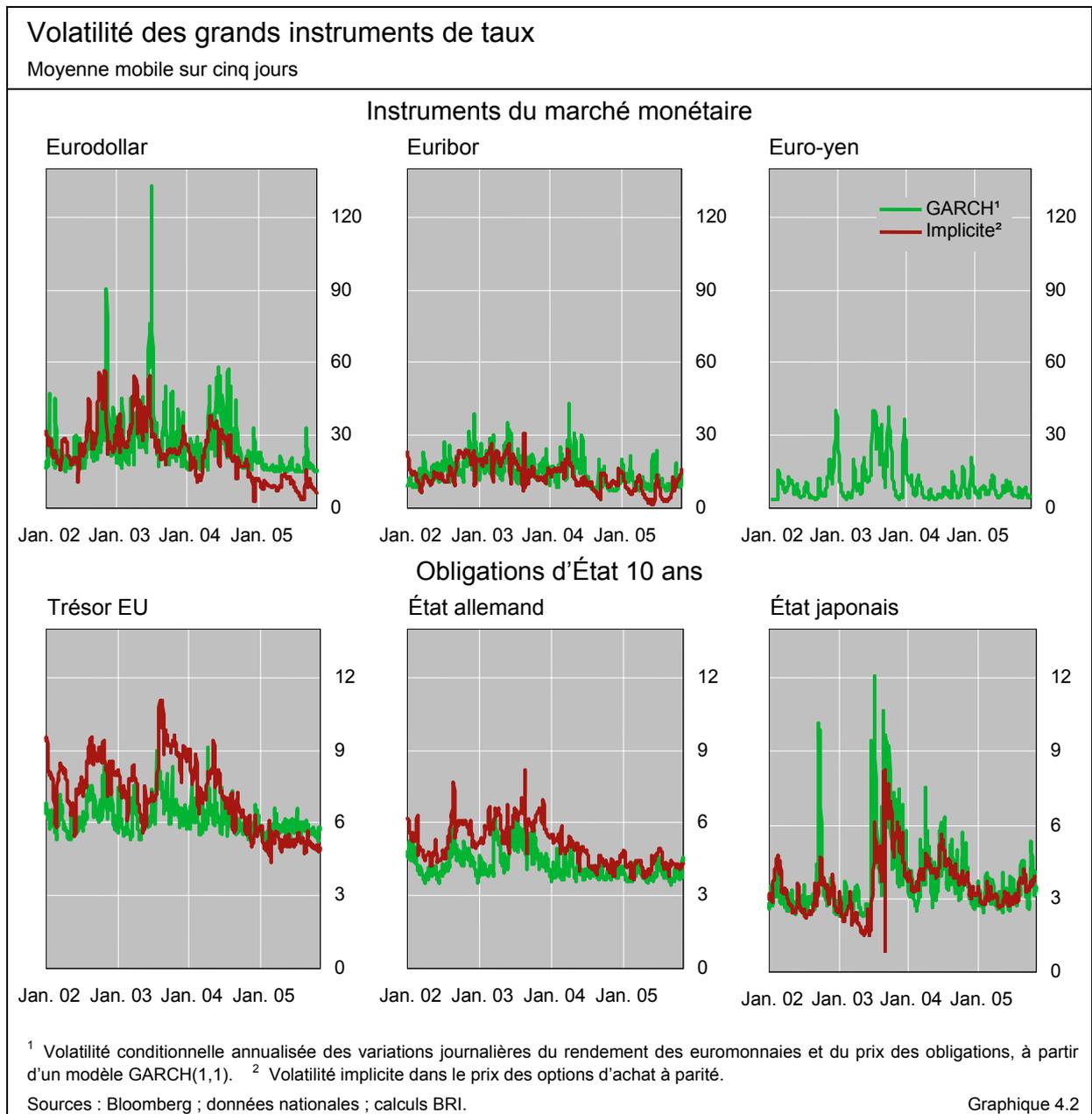


d'incident de crédit. En outre, des transferts de risque sans notification des contreparties ont entraîné un retard dans les confirmations d'opérations. Les intervenants se sont engagés à régler ce problème, mais il est trop tôt pour juger si des progrès ont été réalisés.

L'ouragan soutient le négoce sur taux

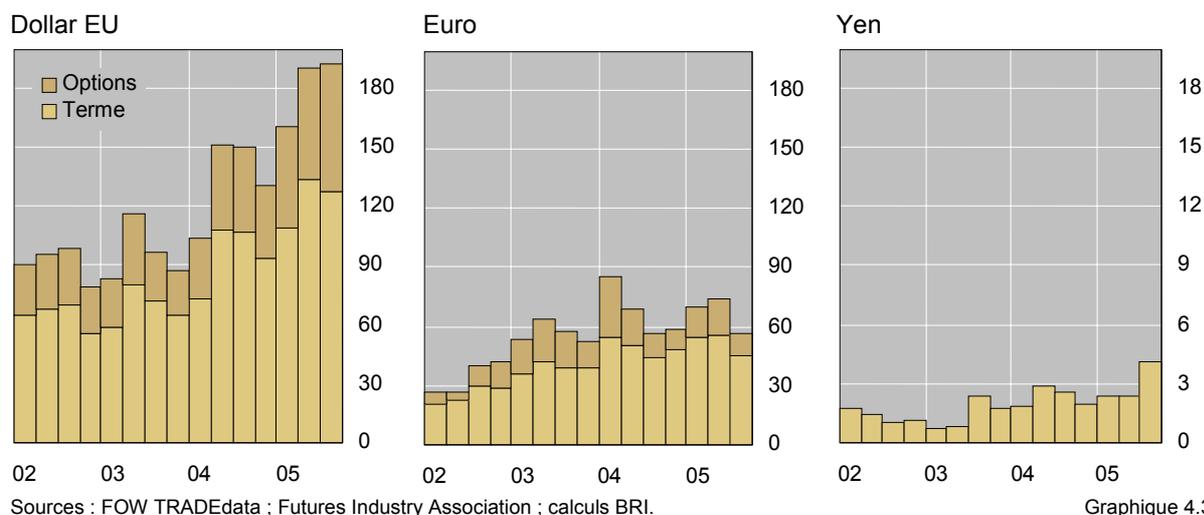
Confirmant les observations du premier semestre, le négoce sur taux a fait preuve de grande résistance, malgré la faible volatilité générale sur les marchés obligataire et monétaire (graphique 4.2). Le repli sur les marchés organisés est entièrement imputable à des facteurs saisonniers ; le volume de la période n'a été dépassé qu'une seule fois auparavant, y compris en valeur non corrigée des variations saisonnières, ce qui témoigne bien d'une tendance

Résistance du volume de négoce malgré la faible volatilité



Contrats sur taux à court terme

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



à la croissance. Relativement faible pendant les deux premiers mois du trimestre, l'activité a rebondi après le passage de l'ouragan Katrina, fin août (voir également, ci-après, l'analyse des dérivés sur marchandise).

Les contrats du marché monétaire sont stimulés par l'ouragan Katrina...

L'ouragan Katrina a eu un impact particulièrement fort sur le négoce des dérivés aux États-Unis, où les graves dommages causés aux infrastructures pétrolières ont propulsé les prix de l'énergie à des niveaux records, menaçant de freiner l'activité économique. La volatilité implicite des options sur eurodollar 3 mois a ainsi quadruplé début septembre, restant toutefois bien inférieure à sa moyenne de l'an dernier. L'incertitude sur l'orientation future de la politique monétaire des États-Unis s'est progressivement dissipée les semaines suivantes, avec le repli des cours pétroliers et la solidité manifeste de l'activité économique. Le volume des contrats sur taux courts américains est monté à \$83 000 milliards en septembre (graphique 4.3), dépassant le sommet précédent (\$71 000 milliards), atteint en avril (*Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005). Les positions de place sur contrats du marché monétaire sont passées de \$34 000 milliards, fin juillet, à \$37 000 milliards, fin août, quelques jours après le passage de Katrina. Selon les statistiques hebdomadaires de la Commodities and Futures Trading Commission, elles sont restées fortes jusqu'à mi-septembre, puis ont régressé d'un cinquième environ.

...ainsi que par la perspective d'un relèvement des taux dans la zone euro...

L'impact de l'ouragan ne s'est pas limité aux États-Unis. Les prix énergétiques élevés ont fait renaître des préoccupations du côté de l'inflation dans la zone euro. Les intervenants, qui avaient intégré une faible probabilité d'abaissement des taux en juin, devenaient de plus en plus convaincus que la BCE penchait pour un resserrement de sa politique monétaire. Même si la volatilité implicite de l'Euribor 3 mois n'a que peu augmenté après l'ouragan, elle a continué de progresser, parallèlement à la légère montée de l'inflation, fin septembre. Le volume de dérivés sur taux courts de l'euro a crû de plus d'un tiers entre août et septembre, mais est demeuré, à \$22 000 milliards, très en deçà de son niveau de juin (\$32 000 milliards).

Options de gré à gré : allongement des échéances

Pendant le premier semestre 2005, les échéances se sont allongées pour les options de gré à gré. Dans le segment des taux, les positions de place pour les échéances supérieures à 5 ans ont augmenté de 20 %, à \$7 800 milliards, tout en diminuant de 16 % pour les échéances inférieures ou égales à 1 an (graphique). Dans celui des devises, la progression du compartiment à plus de 1 an a dépassé celle des contrats à plus court terme, qui constituent l'essentiel du négoce. D'après les intervenants, la liquidité est assurée jusqu'à l'échéance 5 ans pour les options sur devise et jusqu'à 20 ans pour celles sur taux (options sur swap de taux fixe). Cela est confirmé par les chiffres du négoce : les contrats d'échéance supérieure à 5 ans ne représentent que 1 % des options sur devise, mais 29 % des options sur taux.

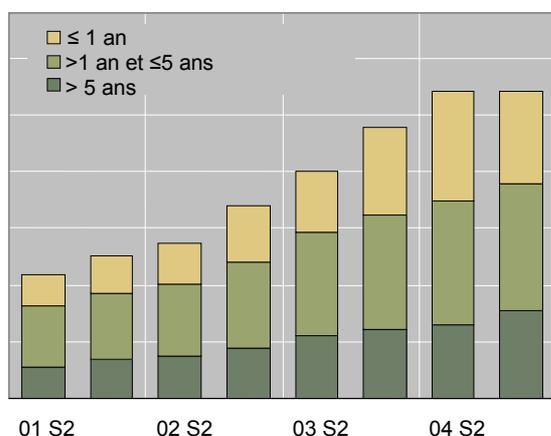
Cet allongement des échéances semble avoir été largement dû à d'importantes émissions d'instruments structurés, qui associent un titre de dette à des dérivés et permettent aux institutions financières de petite taille et aux investisseurs non financiers de participer au marché des options. Les courtiers ont tendance à conclure des contrats dérivés entre eux pour couvrir leurs positions sur de tels instruments^①.

Cet allongement s'explique également par un recours à des échéances plus longues sur le marché de la volatilité. Celle-ci restant peu élevée, les intervenants ont eu de plus en plus recours à des stratégies de négoce exploitant les variations de la pente et la courbure de la structure par échéance de la volatilité. Ainsi, la volatilité implicite d'une option sur swap 5x10 ans (option permettant de conclure dans 5 ans un swap de taux 10 ans) peut revenir « moins cher » (et donc être plus attrayante) que celle d'un panier d'options sur swap 1x10 et 10x10. D'autres stratégies consistent à tirer parti de la corrélation imparfaite des volatilités implicites à différentes échéances.

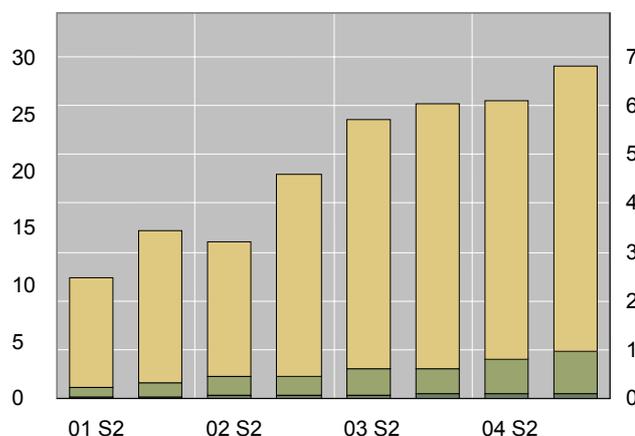
Options de gré à gré, par échéance

En milliers de milliards de dollars EU

Sur taux



Sur devise



Source : BRI.

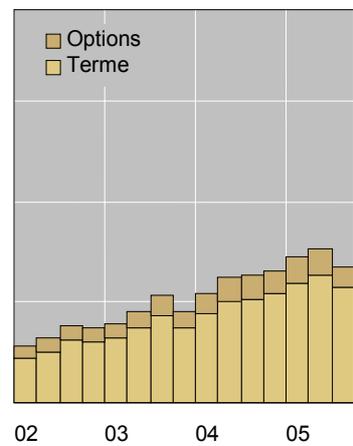
^① Les données sur les émissions d'instruments structurés proviennent de mtn-i. Les statistiques BRI sur les dérivés de gré à gré retracent les composantes « option » des instruments structurés émis par les courtiers déclarants, classées par nature du risque et type de contrepartie.

Les conséquences de Katrina ont été moins marquantes dans le segment des taux longs (graphique 4.4). Le négoce de contrats à terme et options sur obligations d'État a diminué au troisième trimestre 2005, même en données cvs. On n'a d'ailleurs observé, après l'ouragan, qu'une très légère augmentation de la volatilité implicite des rendements à 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro.

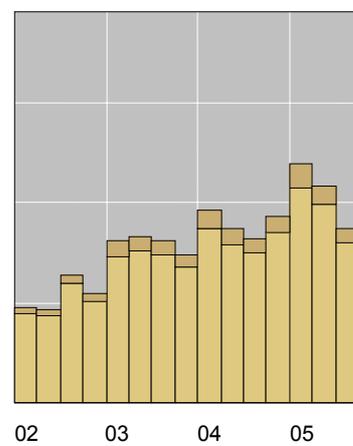
Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

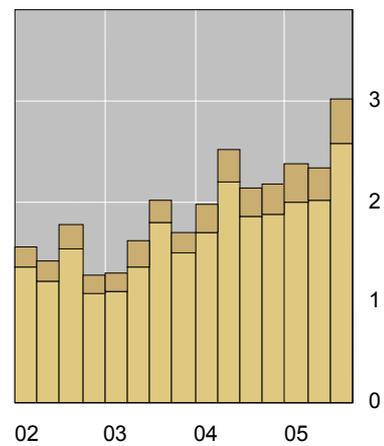
Dollar EU



Euro



Yen



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

Graphique 4.4

...et d'un retour de la hausse des prix au Japon

Les contrats de taux sur yen ont essentiellement reflété l'amélioration des conditions économiques au Japon. L'éventualité d'un retour à la hausse des prix et le sentiment que la politique de taux zéro pourrait prendre fin ont stimulé le négoce sur taux courts, qui a fait un bond de 78 %. La position de place a progressé de 36 %, à \$1 600 milliards (approchant le niveau atteint un an auparavant), avant que la publication de statistiques décevantes ne tempère les anticipations d'un retour à des conditions économiques « normales ».

Forte hausse des dérivés sur actions est-asiatiques

La Corée ravit la première place aux États-Unis

La hausse des cours des actions pratiquement partout dans le monde a stimulé les dérivés sur indice boursier, dont le volume a augmenté de plus d'un cinquième, à \$34 000 milliards. La progression a été particulièrement forte sur les marchés organisés d'Asie, et surtout en Corée (+71 %, à \$12 000 milliards), qui devance maintenant les États-Unis. Les chiffres restent impressionnants en nombre de contrats échangés (+50 %), autrement dit, sans l'effet de valorisation dû à la vive hausse de l'indice KOSPI 200. Une solide croissance a également été enregistrée au Japon, où le volume a crû d'un tiers (20 % en nombre de contrats). Dans la zone euro, le nombre de contrats est resté stable, même si les cours des actions et les fluctuations de change ont fait monter de 10 % le volume mesuré en dollars. Aux États-Unis, les instruments sur indice ont légèrement diminué en montant notionnel et en nombre de contrats.

Prédominance des investisseurs individuels...

Le marché coréen des dérivés sur indice boursier diffère à plusieurs égards de marchés plus matures. Premièrement, les options y sont prépondérantes (93 % du négoce au troisième trimestre, contre à peine 50 % aux États-Unis et moins encore sur d'autres marchés). Deuxièmement, les positions de place ne sont pas proportionnelles à ce fort volume. Fin septembre, elles s'établissaient à \$64 milliards seulement, tandis que celles sur indices américains étaient plus de 50 fois supérieures, à \$3 300 milliards

(pour un volume de négoce inférieur). La prédominance des options de même que le faible niveau des positions de place sont liés à une troisième caractéristique du marché coréen : environ deux tiers des investisseurs en options et la moitié des souscripteurs de contrats à terme sur KOSPI 200 sont des individuels, bien plus que sur les autres marchés¹. Les individuels tendent à privilégier les contrats demandant une mise de fonds moindre – d'où la prépondérance des options – et ne détiennent généralement pas de portefeuilles importants et diversifiés qu'il leur faudrait couvrir – d'où le faible niveau des positions de place.

Le marché coréen des dérivés se caractérise également par une moindre participation des investisseurs institutionnels. En 2004, les investisseurs étrangers, majoritairement des institutionnels, détenaient 40 % des actions cotées au Korean Stock Exchange, mais ne représentaient pas même un cinquième du négoce des dérivés. Cette particularité tient peut-être au cadre réglementaire, qui limite l'accès des étrangers aux dérivés comportant un négoce des titres sous-jacents. La part des investisseurs institutionnels nationaux (hors sociétés d'investissement) était encore plus faible (6 %). Jusqu'au début 2004, les fonds de pension coréens n'avaient pas le droit de détenir des actions, et encore moins des dérivés sur actions ; cette interdiction a alors été remplacée par un système de limites. D'après les données disponibles, il semblerait que les portefeuilles d'instruments sur actions restent inférieurs aux plafonds, mais les choses pourraient évoluer. La cession de fonds de pension par plusieurs conglomérats à des établissements financiers indépendants pourrait également attirer des investisseurs plus sophistiqués vers les dérivés.

...par rapport aux institutionnels

Obligations domestiques et dérivés dans les économies émergentes

De nombreux pays d'Amérique latine et d'Asie ont réagi aux crises financières des années 90 en développant un marché obligataire en monnaie locale². Les investisseurs étrangers y occupent parfois une place importante. Leur présence a entraîné une expansion du négoce des dérivés, destinés à couvrir les risques de change et de taux inhérents à ces obligations.

Le négoce des obligations en monnaie locale...

L'effet du négoce de dette en monnaie locale sur le marché des dérivés a été particulièrement notable au Mexique : dans ce pays, l'augmentation des émissions de titres domestiques à long terme s'est accompagnée du lancement d'emprunts internationaux en pesos par des établissements

...stimule les dérivés de gré à gré sur le peso mexicain...

¹ Au Japon, les investisseurs individuels représentent 12 % des opérations de clientèle (c'est-à-dire hors transactions entre courtiers) sur contrat à terme Nikkei 225 et 8 % de celles sur options ; ils ne prennent pratiquement aucune part aux contrats sur TOPIX, pourtant plus négociés. Il n'existe pas de données comparables pour les États-Unis et l'Europe, mais tout laisse penser que les individuels n'y représentent qu'une faible proportion du négoce des dérivés.

² Pour plus de détails, se reporter, ci-après, à l'étude de S. Jeanneau et C. Pérez Verdia sur le Mexique et à celle de C. E. Tovar sur l'Amérique latine. Voir aussi G. Jiang et R. McCauley, « Asie : marchés des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2004.

financiers étrangers profitant de la demande de titres bien notés dans ce compartiment. Les émetteurs, qui ont tendance à échanger le produit de ces opérations en d'autres monnaies, constituent une contrepartie naturelle pour les investisseurs étrangers souhaitant couvrir leurs obligations en pesos. C'est ainsi que le peso est devenu l'une des rares monnaies du monde émergent à susciter une importante activité de gré à gré. Fin juin 2005, l'encours notionnel de tous les dérivés déclarés par les courtiers (figurant dans l'enquête semestrielle) s'établissait à \$535 milliards, soit près de deux fois plus que l'année précédente³. Ce gré à gré est fortement axé sur le risque de change (86 %, contre 12 % seulement en moyenne mondiale). La sophistication croissante du marché se traduit par un déplacement du volume des instruments relativement simples, tels les contrats à terme, vers des contrats plus complexes, comme les options et les swaps. La part des options (en montant notionnel), tous instruments sur peso confondus, est passée de 12 % en juin 2002 à plus de 50 % trois ans plus tard. Les swaps contre peso n'existaient pratiquement pas il y a trois ans ; ils sont, maintenant, le compartiment en plus forte croissance : au premier semestre 2005, leur montant notionnel a plus que triplé, à \$53 milliards.

...mais pas sur le real brésilien

Il est intéressant d'établir une comparaison avec les contrats de change sur real brésilien, négociés essentiellement sur un marché organisé. À la Bolsa de Mercadorias & Futuros, ces contrats représentent 14 % (en volume comme en position de place) des dérivés financiers, proportion bien plus élevée que la moyenne mondiale (0,9 % en volume et 0,3 % en position de place). Comparativement, le gré à gré semble encore peu développé : ni l'enquête semestrielle ni l'enquête triennale, plus complète, ne font état d'une activité importante de cette nature.

Les ouragans entraînent une reprise des dérivés sur énergie

Les ouragans font monter le cours du pétrole et stimulent le négoce aux États-Unis...

La destruction de plateformes pétrolières dans le golfe du Mexique par les ouragans Katrina et Rita ainsi que l'interruption du raffinage et du transport de pétrole n'ont pas été sans conséquences pour les dérivés sur énergie. Le cours du brut West Texas Intermediate a augmenté pendant tout le mois d'août, atteignant un record absolu d'environ \$70 début septembre, quelques jours après l'arrivée de Katrina. Le nombre de contrats sur le brut « doux léger » a progressé de plus d'un tiers au New York Mercantile Exchange (NYMEX), passant de 5,7 millions en juillet à 7,6 millions en août, du fait d'une hausse du négoce (liée aux fluctuations de prix à court terme) et de la position de place. Le cours du pétrole est redescendu pendant la première moitié de septembre, avant que l'ouragan Rita ne l'entraîne vers un nouveau sommet, un peu moins élevé cependant. Le nombre de contrats NYMEX est revenu à 6,6 millions en septembre. Des données de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) montrent que, même si la position de place n'a que peu

³ Le dollar de Hong-Kong est la seule monnaie d'économie émergente sur laquelle des positions plus importantes ont été enregistrées (\$1 053 milliards).

Contrats à terme sur pétrole brut : baisse de la prime de risque

Marian Micu

Certains analystes du marché de l'énergie ont attribué la hausse du prix des contrats à terme sur pétrole, ces dernières années, à l'existence d'une importante prime de risque. Le présent encadré examine le sujet, en postulant cette prime égale à la différence entre le prix des contrats à terme sur pétrole brut négociés sur le NYMEX et la prévision moyenne de cours par baril du WTI avec le même horizon temporel^①.^② Rappelons que, entre 2003 et août 2005, la prime de risque sur les contrats à 3 et 12 mois a suivi la hausse du cours du pétrole, montant jusqu'à \$11 et \$14 respectivement (graphique, cadre de gauche). Les deux mois suivants, cependant, alors que les cours du pétrole baissaient légèrement, la prime de risque a chuté, revenant à environ \$0,5 et \$5. D'où proviennent ces fortes variations ?

Selon une étude^③, ces variations sont dues à quatre déterminants : spéculation, demande mondiale de pétrole, capacités de raffinage et taux d'intérêt. Nous avons effectué des régressions à plusieurs variables sur données mensuelles (juillet 1995–octobre 2005). Pour la spéculation, nous avons utilisé la position nette (différence entre achats de positions longues et achats de positions courtes) sur contrats à terme souscrits par les opérateurs n'intervenant pas à des fins de couverture ; une position nette positive devrait indiquer une pression à l'achat et donc être associée à une prime de risque plus élevée. De même, une forte demande de pétrole ou de faibles capacités de raffinage disponibles devraient accroître le risque de goulets d'étranglement susceptibles d'entraîner d'importantes variations de cours ; elles devraient donc être associées, elles aussi, à une prime de risque plus élevée. Les taux d'intérêt (mesurés par le Libor 3 mois) peuvent influencer les primes de risque de plusieurs façons : par exemple, des taux bas stimulent l'activité économique et la demande de pétrole, ce qui accroît la prime ; ils peuvent également pousser les investisseurs, désireux d'obtenir de meilleurs rendements, à prendre de plus grands risques sur les marchés de dérivés sur marchandises, ce qui exerce une pression à la hausse sur la prime.

Les régressions indiquent que toutes les variables examinées sont affectées du signe escompté et sont, à une exception près, statistiquement significatives. La prime de risque se révèle très étroitement liée à la position spéculative nette, qui a chuté de plus de 10 % du total des positions spéculatives en août à pratiquement 0 % en septembre (tableau ; graphique, cadre de droite). De même, la demande mondiale de pétrole a diminué et les taux courts ont augmenté, ce

Contrats à terme sur pétrole brut : déterminants de la prime de risque

	Variation de la prime de risque à 3 mois	Variation de la prime de risque à 12 mois
Position spéculative nette sur contrats à terme ¹	1,14 (3,82)***	0,63 (2,49)***
Demande mondiale de pétrole ²	0,19 (2,03)**	0,15 (2,15)**
Capacités de raffinage disponibles aux États-Unis	-0,10 (-1,23)	-0,11 (-1,70)*
Libor 3 mois	-0,12 (-2,01)**	-0,13 (-2,56)***

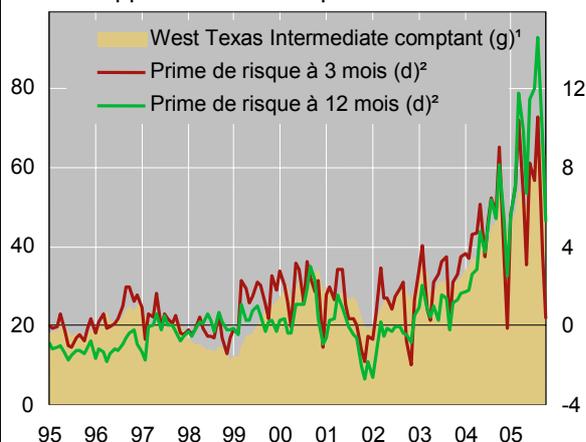
¹ En % du total des positions spéculatives. ² Épurée de la tendance en utilisant un filtre Hodrick-Prescott. Les régressions ont été effectuées à partir des données mensuelles sur la période juillet 1995–octobre 2005. L'hétéroscédasticité des erreurs types a été corrigée par la méthode Newey–West. Entre parenthèses : valeur t asymptotique. *, ** et *** : coefficient différent de zéro et significatif aux niveaux de confiance de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

Sources : Bloomberg ; Commodity Futures Trading Commission ; calculs BRI.

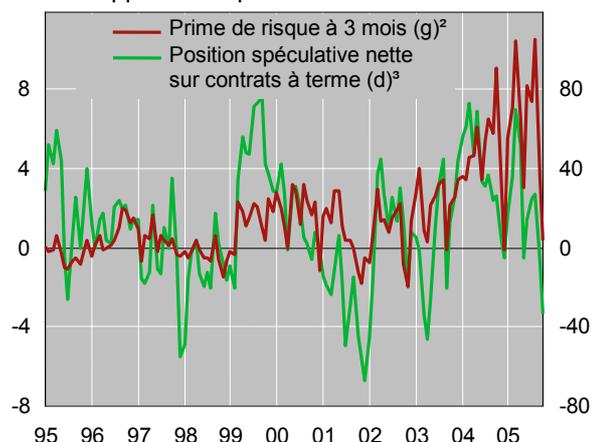
① La prime de risque peut être positive ou négative, selon la perception de l'investisseur marginal. Elle se distingue de la base du contrat à terme (différence entre prix du contrat à terme et cours contemporain du pétrole au comptant). Pour une comparaison des deux concepts, voir E. F. Fama et K. R. French, « Commodity futures prices : some evidence on forecast power, premiums, and the theory of storage », *Journal of Business*, vol. 60, n° 1, 1987, pp. 55–73. ② Nous croisons les enquêtes de Consensus Economics (prévisions de cours au comptant du WTI à horizon de 3 et 12 mois) avec les prix des contrats à terme le jour de l'enquête. Entre 60 et 130 analystes participent aux enquêtes ; notre étude utilise la moyenne arithmétique des différentes prévisions. Les tests statistiques sur la période juillet 1995–octobre 2005 laissent penser que ces prévisions ne sont pas biaisées, mais qu'elles ne tiennent pas compte de toutes les informations disponibles. ③ A. Merino et A. Ortiz, « Explaining the so-called "price premium" in oil markets », *OPEC Review*, vol. 29, n° 2, 2005, pp. 133–152.

Contrats à terme sur pétrole : prime de risque

Par rapport au cours du pétrole



Par rapport à la spéculation



¹ En dollars EU par baril. ² En dollars EU. ³ En milliers de contrats (de 1 000 barils).

Sources : Bloomberg ; Consensus Economics ; calculs BRI.

qui a accru la pression à la baisse sur la prime ; ensemble, ces deux variables expliquent les deux tiers de la baisse (\$7) de la prime à 3 mois et la moitié de celle (\$5) de la prime à 12 mois en septembre 2005. Selon le modèle, les variations du taux d'utilisation des capacités de raffinage ne semblent avoir qu'un effet limité sur la prime à 12 mois et aucun sur celle à 3 mois ; cela s'explique peut-être par la longueur des délais de réaction des prix du pétrole brut aux goulets d'étranglement du raffinage.

Malgré ses bons résultats sur la période récente, le modèle n'explique que 10 % de la variation de la prime de risque (3 et 12 mois) sur la période échantillon de 10 ans. Cela laisse penser que des éléments tels que les tensions politiques et sociales, les attentats terroristes et les conflits armés pourraient avoir davantage d'impact sur la prime que les déterminants cités par les analystes.

diminué au cours du mois, les conditions de liquidité du marché se sont profondément modifiées. Les preneurs de risque, ou « spéculateurs »⁴, détenaient des positions courtes nettes équivalant à plus de 4 % de la position de place en juillet et août, ce qui laisse penser qu'ils misaient sur une baisse des cours du pétrole. Fin septembre, cette proportion était revenue à 2 %, contribuant à la chute des primes de risque sur les contrats à terme (voir encadré). Un recul analogue des positions nettes ouvertes des preneurs de risque avait été observé en avril et mai 2005, lorsque le cours du pétrole avait perdu près de \$10.

Ailleurs, les contrats sur énergie ont été moins affectés par les ouragans, même si la cherté du pétrole a été un phénomène mondial. En août, le volume de contrats à terme sur brut a augmenté de 20 % sur l'International Petroleum Exchange de Londres, bien moins donc qu'à New York (32 %). Au Shanghai Futures Exchange, le négoce sur fioul (il n'existe pas de contrat sur brut) a

...mais leurs répercussions sont moindres ailleurs

⁴ La CFTC fait une distinction entre deux types de souscripteurs : ceux, arbitragistes en couverture de risque, qui poursuivent une activité commerciale et qui utilisent les dérivés (contrats à terme et options) à des fins de couverture, et les preneurs de risque, souvent appelés « spéculateurs ». Cependant, rien n'empêche les premiers de prendre des positions purement spéculatives.

même baissé. Au Japon, les instruments sur pétrole ont progressé, sans dépasser toutefois les niveaux des trimestres précédents.

L'effet des ouragans ne s'est pas limité aux dérivés sur énergie. La Nouvelle-Orléans était un centre majeur non seulement pour l'industrie pétrolière, mais aussi pour le transport de céréales. En outre, la ville abritait d'importants stocks de marchandises, allant du café au zinc en passant par le sucre. On ne sait pas bien, toutefois, dans quelle mesure cela a eu une influence sur les dérivés correspondants. Si le négoce des principaux contrats américains sur sucre, blé et café a augmenté de plus de 50 % en août – davantage que celui sur des produits moins directement touchés par les ouragans –, il est demeuré inférieur au maximum historique de juin.

La hausse des contrats sur défaut d'emprunteur révèle les faiblesses de l'infrastructure de marché

Au premier semestre 2005, les contrats sur défaut d'emprunteur (CDE) se sont fortement développés, compte tenu des dégagements sur les marchés du risque de crédit déclenchés par des déclassements dans l'industrie automobile américaine en mars⁵. L'encours notionnel⁶ a augmenté de 60 %, à \$10 200 milliards. La hausse a été particulièrement vive pour les contrats indiciaires, dont l'encours notionnel a plus que doublé, à \$2 900 milliards. Les CDE sur signature unique ont progressé de 43 %, à \$7 300 milliards.

La forte hausse des contrats sur défaut d'emprunteur...

La hausse des CDE a été bien plus forte que celle des prêts et obligations sous-jacents. Pour de nombreuses entreprises, l'encours des CDE dépasse désormais nettement l'offre de supports livrables. Comme la grande majorité des CDE prévoient un règlement sous forme de livraison physique⁷, le risque de pénurie de supports s'est accru, mettant fin à la relation normale entre la tarification des dérivés de crédit et celle des contrats sous-jacents. Cela pourrait conduire à un retrait des opérateurs du marché, et donc à un tarissement de la liquidité.

...accentue le risque de pénurie de sous-jacents...

Depuis la faillite de l'équipementier automobile Collins & Aikman en juin 2005, les courtiers en CDE ont utilisé à plusieurs reprises une procédure de règlement en numéraire plutôt qu'en physique en cas d'incident de crédit. Cette procédure a été appliquée pour les CDE sur Delta Airlines, Northwest Airlines et, cas le plus célèbre, Delphi. La dette de Delphi faisait partie de divers contrats sur défaut indiciaires et servait de référence à un grand nombre de contrats sur signature unique. Après la faillite de l'entreprise, le 8 octobre, les courtiers ont, dans un premier temps, compensé les contrats dans la mesure du possible. Une telle compensation multilatérale est courante sur les marchés

⁵ « Vue d'ensemble : réévaluation du risque sur les marchés », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005.

⁶ L'encours notionnel est calculé comme la somme des contrats achetés et vendus moins la moitié (pour tenir compte de la double déclaration) de la somme des contrats achetés et vendus entre courtiers déclarants.

⁷ Selon la British Bankers' Association, 86 % des transactions ont été réglées par livraison physique en 2003.

...et met à l'épreuve
l'infrastructure de
marché

organisés, mais pas sur le gré à gré. La procédure a permis d'éliminer environ 70 % des positions brutes ouvertes sur CDE à signature unique. Dans un second temps, le 4 novembre, le cours final de l'obligation de référence Delphi a été fixé, par adjudication, à 63,375 %. Ce niveau est conforme aux pertes en cas de défaut estimées à partir de données historiques, même si, du fait de la grande dispersion des estimations, il est difficile de savoir s'il n'a pas été influencé par le négoce des CDE. Il est cependant très inférieur au niveau auquel la dette de Delphi se négociait pendant la pénurie qui a précédé le passage au règlement en numéraire. De l'avis général, toutefois, ce dernier prix ne correspondait pas à la situation de la société.

Même avant que Delphi ne demande à bénéficier de la protection de la loi sur les faillites, il était apparu que l'infrastructure du marché des CDE n'avait pas suivi l'expansion du volume. Ainsi, intervenants et autorités réglementaires avaient exprimé la crainte que l'insuffisance de la documentation et l'important arriéré de traitement des opérations puissent menacer le bon fonctionnement de ce marché. L'arriéré tient au fait que le traitement de ces dérivés, qui est surtout manuel, est très lourd⁸. L'insuffisance de la documentation concerne principalement le transfert du risque à des tiers. Selon le rapport du deuxième Groupe de travail sur la gestion du risque de contrepartie (ou « Rapport Corrigan »), ces transferts peuvent concerner jusqu'à 40 % du volume du négoce et jouent un grand rôle dans la liquidité du marché. Si, dans la plupart des accords-cadres actuellement en vigueur, de tels transferts nécessitent le consentement écrit de toutes les parties, il ne semble pas que cette règle ait été appliquée dans le passé, d'où une incertitude sur l'identité des contreparties.

En réponse à une initiative de la Banque de Réserve fédérale de New York en septembre, les principaux intervenants sur CDE se sont engagés à améliorer leurs procédures de postmarché (et notamment à réduire le nombre de transactions non confirmées), clarifier leurs procédures de transfert de risque et automatiser le traitement des transactions. En outre, ils ont accepté de fournir des chiffres permettant d'évaluer les progrès accomplis dans ces domaines. Si elles sont mises en œuvre, ces mesures renforceront notablement l'infrastructure de marché, contribuant ainsi à lui assurer un fonctionnement normal, même en période de tensions. Il reste cependant à voir jusqu'où les nouveaux protocoles de transfert (« novation ») seront appliqués en pratique. Certains fonds spéculatifs, en particulier, semblent réticents. Il n'est pas assuré non plus qu'une automatisation plus poussée des postmarchés soit faisable. La confirmation électronique ne devrait pas poser de problème pour les contrats simples, mais elle pourrait être plus difficile dans le cas de produits plus complexes. L'automatisation pourrait également être ralentie par le fait que les intervenants sont souvent peu actifs, et ne sont donc pas très tentés d'investir dans des systèmes coûteux.

⁸ Selon l'enquête de juin 2005 de l'International Swaps and Derivatives Association, seulement 40 % des transactions environ sont traitées électroniquement.

