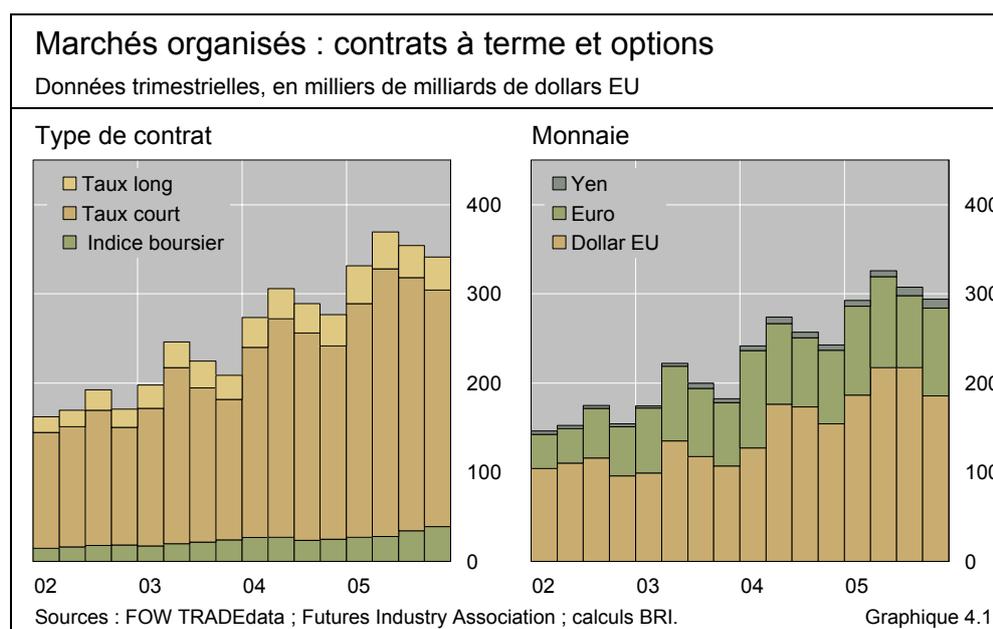


## 4. Marchés dérivés

Le **quatrième trimestre 2005** a été marqué par un repli des marchés organisés. Le volume total des contrats (en termes de montant notionnel) – sur taux, indice boursier et devise – a diminué de 4 %, à \$344 000 milliards (graphique 4.1). Comme au trimestre précédent, cette baisse tient surtout aux facteurs saisonniers, qui pèsent sur le négoce sur taux au second semestre. En glissement annuel, le rythme d'expansion reste inchangé, à 22 %.

Dans le compartiment des taux, la forte augmentation des instruments sur taux courts de l'euro – en anticipation du relèvement des taux directeurs de la BCE, le 1<sup>er</sup> décembre 2005 – a en partie compensé le fléchissement de l'activité sur supports américains et japonais. Le volume sur indice boursier a inscrit un record (\$39 000 milliards), avec une hausse de 14 %, essentiellement attribuable aux contrats sur références américaines et japonaises. Le volume sur devise a gagné 8 %, à \$3 300 milliards. Le négoce sur marchandises s'est légèrement accru, grâce à une vive progression dans le segment des métaux précieux, qui a compensé une baisse dans l'énergie.



## La hausse des taux de la BCE stimule le négoce sur Euribor

Le volume des produits de taux négociés sur les marchés organisés a baissé de 6 % sur le trimestre, mais ce recul est entièrement dû à des facteurs saisonniers (encadré).

Baisse saisonnière dans le segment des taux

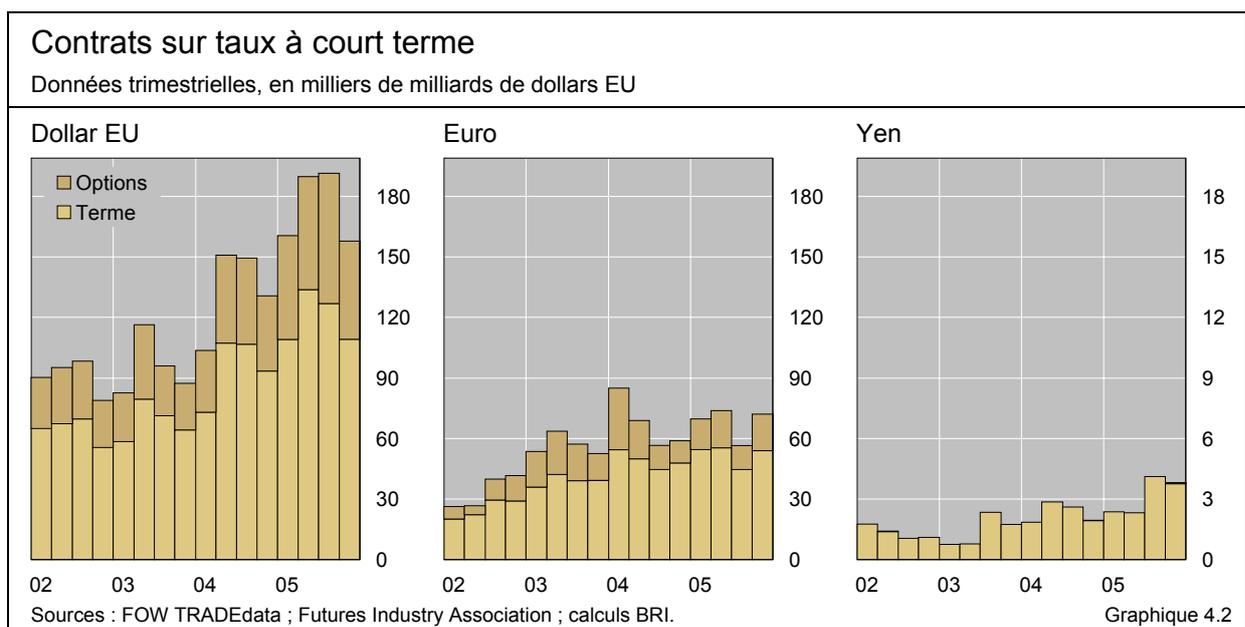
L'activité sur taux courts a été inégale selon les marchés, progressant de 28 % pour l'euro (à \$72 000 milliards), mais perdant du terrain pour le dollar et le yen (graphique 4.2). Le compartiment du dollar, malgré une baisse de 18 %, à \$158 000 milliards, demeure plus de deux fois supérieur à celui de l'euro. Celui du yen, en repli de 8 %, à \$4 000 milliards, est bien inférieur à celui de la livre sterling (\$22 000 milliards).

Dérivés sur taux courts

Le volume des contrats à terme et options sur Euribor 3 mois négociés sur Euronext.liffe a bondi en raison de signes d'un raffermissement de l'économie dans la zone euro, qui ont poussé les intervenants à revoir leurs anticipations de taux courts. Si, début octobre, un resserrement monétaire de la part de la BCE semblait encore très lointain, il est apparu plus probable avec l'arrivée de nouvelles données. Ce revirement des anticipations n'a pas fortement accru l'incertitude, comme le montre l'augmentation relativement faible de la volatilité implicite (graphique 4.3), mais il a conduit les opérateurs à réajuster leurs positions. Par conséquent, le volume des contrats à terme et options sur Euribor, sans atteindre le record de juin (\$32 000 milliards), est passé à \$27 000 milliards en octobre et à \$29 000 milliards en novembre.

Les anticipations de taux directeurs stimulent le négoce dans la zone euro...

Le négoce a rapidement diminué après le relèvement, à 2,25 % du taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de la BCE, le 1<sup>er</sup> décembre. Cette mesure avait été totalement anticipée, mais il restait à savoir s'il s'agissait d'un geste ponctuel ou du début d'un cycle de resserrement progressif, tel celui que connaissent les États-Unis depuis dix-huit mois. Malgré cette incertitude, le négoce n'a pas dépassé son niveau habituel pour le dernier mois de l'année.



## Saisonnalité du négoce des dérivés de taux

Les marchés organisés connaissent des fluctuations saisonnières – de nature à obscurcir la lecture des volumes et des positions de place –, qui affectent principalement le segment des taux d'intérêt, le plus important tant en volume qu'en position de place (en 2005, environ 90 %, sur la base des montants notionnels). À l'inverse, ces fluctuations sont insignifiantes dans le segment des indices boursiers. Le présent encadré estime les facteurs saisonniers affectant le négoce des contrats sur taux ; il vise ainsi à faciliter l'interprétation des données publiées dans le *Rapport trimestriel BRI*.

L'analyse est basée sur la procédure X-12-ARIMA développée par le Census Bureau des États-Unis et largement répandue au sein des organismes de statistique dans le monde. Cette procédure décompose toute série en une somme de moyennes mobiles et de termes autorégressifs et met en évidence les tendances, les cycles et les composantes saisonnières<sup>①</sup>. L'échantillon est constitué de données trimestrielles sur la période 1993 T4–2005 T4.

Le tableau présente une mesure estimée des facteurs saisonniers (en pourcentage de l'activité totale moyenne) par trimestre. Tous les facteurs sont statistiquement significatifs et affichent des profils saisonniers relativement similaires. L'activité tend à être plus élevée dans la première moitié de l'année, puis décline. Les contrats sur taux courts et longs atteignent leur sommet respectivement au deuxième trimestre (6,8 %) et au premier (7 %). La baisse la plus sensible survient au dernier trimestre pour les contrats sur taux courts (-12,2 %) et longs (-8,9 %). Les positions de place atteignent leur pic au premier trimestre pour les taux courts et longs. L'accalmie du quatrième trimestre pourrait s'expliquer par un besoin accru de liquidités de la part d'investisseurs souhaitant remplir leurs obligations de trésorerie de fin d'année ou par un allègement des positions dans le but d'assurer les gains sur des transactions antérieures. Dans les deux cas, les positions se réduisent<sup>②</sup>. À l'inverse, la forte activité des deux premiers trimestres, où se concentrent les émissions internationales de titres à moyen et long terme, pourrait être liée à une plus importante demande de couverture<sup>③</sup>.

### Négoce des dérivés de taux : facteurs saisonniers<sup>1</sup>

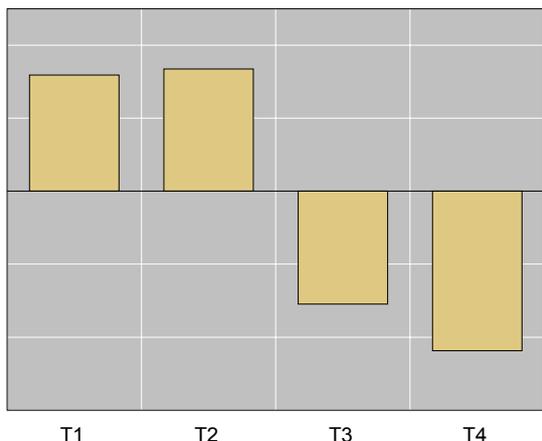
	Facteurs saisonniers (moyenne)								Test F de contrôle de la saisonnalité <sup>2</sup>	
	Volume (nombre de contrats)				Positions de place				Volume	Positions
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Taux courts	3,1	6,8	0,7	-12,2	3,9	3,6	1,8	-10,6	15,5	14,1
Terme	2,1	7,1	0,6	-11,2	2,4	2,2	0,2	-5,2	18,2	10,8
Options	4,3	5,9	1,2	-13,6	-0,9	7,8	4,3	-13,4	8,9	13,3
Taux longs	7,0	2,9	-2,1	-8,9	6,2	1,9	2,3	-12,9	17,1	19,4
Terme	7,3	2,4	-1,9	-8,9	4,3	0,1	2,2	-7,6	18,9	10,6
Options	6,0	5,5	-4,2	-9,2	10,9	6,0	0,8	-24,4	7,9	13,6

<sup>1</sup> Facteurs additifs, en % du négoce moyen par trimestre. Période échantillon : 1993 T4–2005 T4. <sup>2</sup> Signale, dans tous les cas, la pertinence statistique au seuil de 0,1 %.

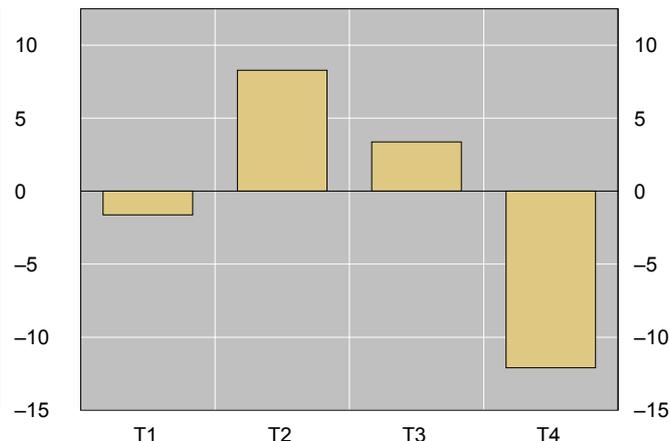
<sup>①</sup> Census Bureau des États-Unis, *X-12-ARIMA Reference Manual*, Final Version 0.3 (Beta), Washington, janvier 2006. <sup>②</sup> Griffiths, M. D. et D. B. Winters, « The turn of the year in money markets : tests of the risk-shifting window dressing and preferred habitat hypothesis », *Journal of Business*, vol. 78, n° 4, 2005, pp. 1337–1363. <sup>③</sup> Amato, J. D. et J. Sobrun, « Saisonnalité des émissions d'obligations internationales », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005, pp. 38–41.

## Négoce des dérivés sur taux courts : facteurs saisonniers<sup>1</sup>

Euro



Dollar EU



<sup>1</sup> Facteurs additifs, en % du négoce total sur le trimestre. Période échantillon : 1993 T4–2005 T4.

Graphique A

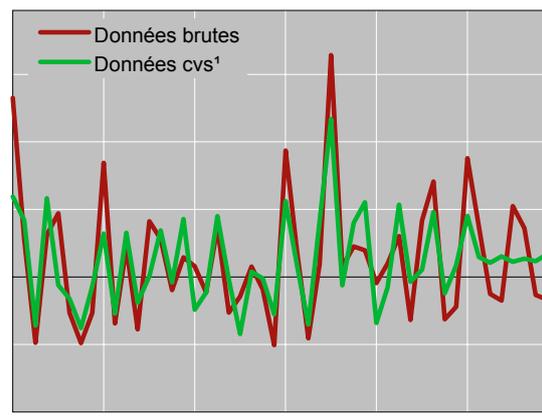
Le profil saisonnier varie selon les monnaies, en particulier au premier semestre. Pour les contrats sur taux courts, par exemple (graphique A), le volume en dollars EU tend à être plus élevé aux deuxième et troisième trimestres, alors que les contrats en euros atteignent leur plus haut aux deux premiers trimestres, les résultats n'étant pas statistiquement significatifs pour les contrats en yens. Ces différences pourraient trouver leur origine dans les calendriers d'émission des titres d'État et d'entreprise.

L'influence des facteurs saisonniers sur le négoce des contrats sur taux courts et longs est présentée dans le graphique B, qui fait ressortir un lien entre quelques fortes variations du volume et les effets saisonniers. Ces résultats montrent que les fluctuations trimestrielles des contrats de taux devraient être interprétées avec prudence, en distinguant entre tendance longue et composante saisonnière.

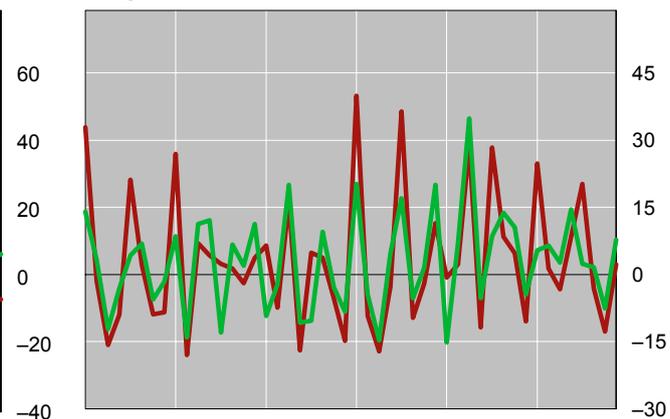
## Négoce des dérivés de taux : influence des facteurs saisonniers

Variation trimestrielle, en %

Court terme



Long terme



<sup>1</sup> Calculées, avec les facteurs additifs, selon la procédure X-12-ARIMA du Census Bureau des États-Unis.

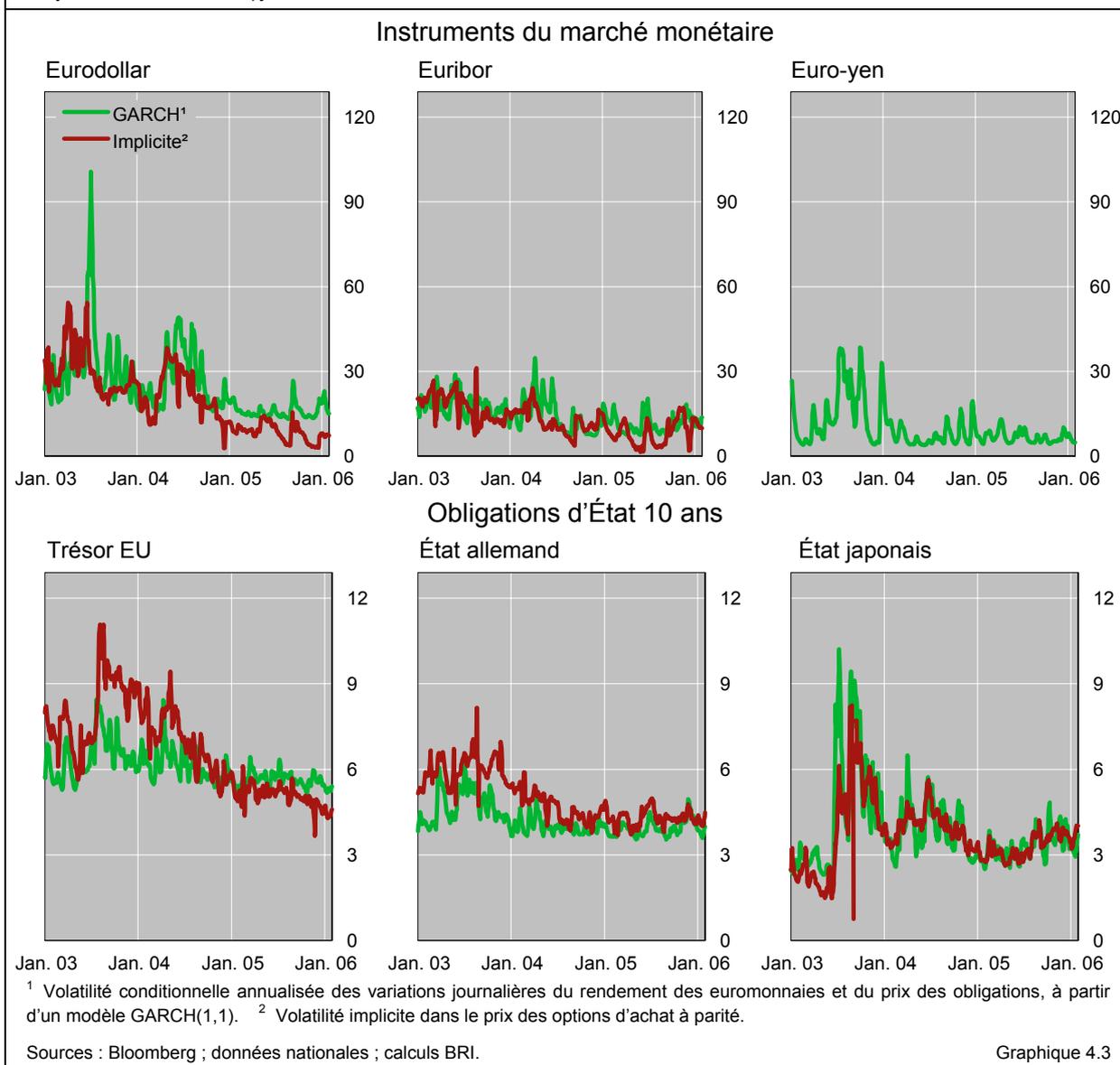
Graphique B

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a poursuivi sa politique de durcissement progressif lorsqu'il est apparu que l'économie était sortie relativement indemne de l'ouragan Katrina. Les relèvements de taux décidés

...et aux États-Unis...

## Volatilité des grands instruments de taux

Moyenne mobile sur cinq jours



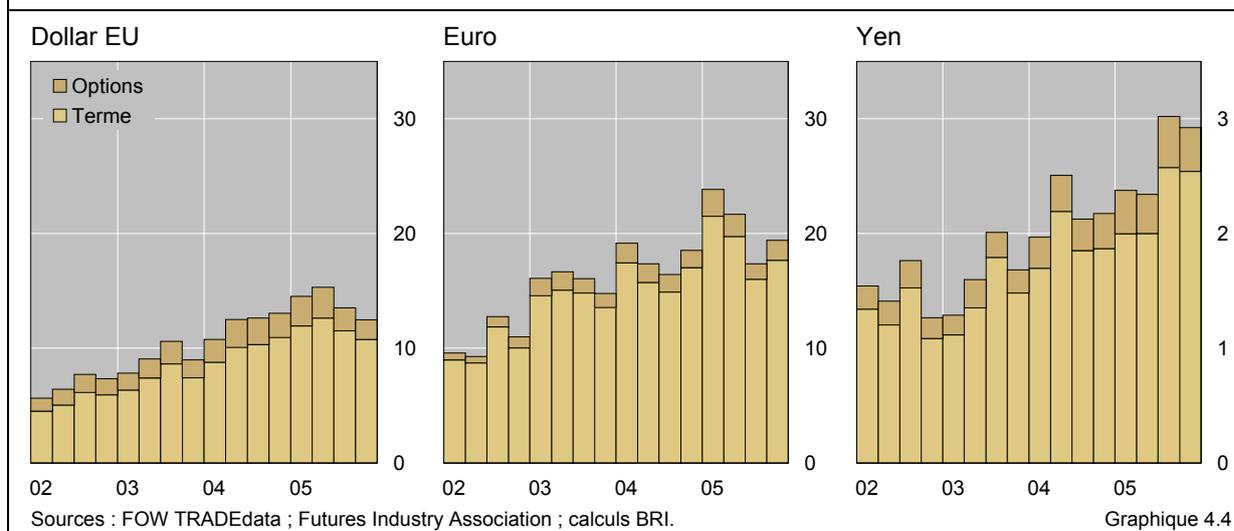
lors des réunions du CFOM de novembre et décembre avaient été complètement anticipés. En revanche, le niveau auquel le resserrement prendrait fin était beaucoup moins certain, ce qui s'est traduit par un impressionnant volume de \$43 000 milliards, après un chiffre tout à fait exceptionnel de \$73 000 milliards au trimestre précédent.

...mais pas au Japon

Au Japon, il ne semblait guère probable que les taux seraient relevés prochainement, puisqu'il n'était pas clair que les forces déflationnistes diminuaient suffisamment pour laisser entrevoir la sortie de la politique d'assouplissement quantitatif. Fin 2005, la majorité des opérateurs n'en envisageaient pas la possibilité avant le second semestre 2006 et pensaient que les taux pourraient alors rester bas encore longtemps. Par la suite, le moment anticipé du changement de politique a été avancé, mais cela n'a pas

## Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



pu influencer le négoce au quatrième trimestre 2005. Ainsi, le volume des contrats euro-yen 3 mois est revenu à \$1 400 milliards en octobre (après \$1 600 milliards en septembre) et s'est encore replié dans les mois suivants.

Les transactions sur contrats à terme et options sur obligations d'État sont demeurées globalement stables, à \$37 000 milliards (graphique 4.4), avec une hausse de 12 % dans la zone euro, principalement sur le *Schatz* 2 ans et le *Bobl* 5 ans, et une baisse de 8 % aux États-Unis.

Contrats sur obligations d'État

### Vive progression des contrats sur indice boursier

L'activité sur indice boursier a atteint un record absolu (\$39 000 milliards), soit une progression de 14 % par rapport au trimestre précédent.

Les contrats sur indice boursier atteignent un record

La hausse a été particulièrement marquée au Japon (59 %). Elle s'est concentrée sur quelques jours début décembre, pendant lesquels le pic du Nikkei (son plus haut depuis 5 ans) a aggravé les préoccupations des investisseurs quant à la viabilité des valorisations des entreprises japonaises. Le volume est demeuré élevé lorsque les cours des actions se sont effondrés, à la suite d'une erreur technique, le 8 décembre, mais il a rapidement diminué en milieu de mois.

Les instruments sur indices américains ont rebondi de 26 %, malgré l'apathie des cours des actions. Les États-Unis sont donc revenus au premier rang pour ce type de produit, position qu'ils avaient occupée pendant longtemps, mais qu'ils s'étaient vu ravir par la Corée au troisième trimestre (*Rapport trimestriel BRI*, décembre 2005).

Les États-Unis repassent au premier rang...

Sur les autres grandes places, le négoce est resté peu actif. En Corée, les contrats à terme et options sur KOSPI 200 ont stagné, à \$12 000 milliards, une majoration de la valeur des contrats compensant une baisse de 13 % de leur nombre. Stagnation aussi dans la zone euro (autour de \$5 500 milliards), même si les actions se sont mieux comportées en Europe qu'aux États-Unis.

...tandis que le négoce stagne en Corée

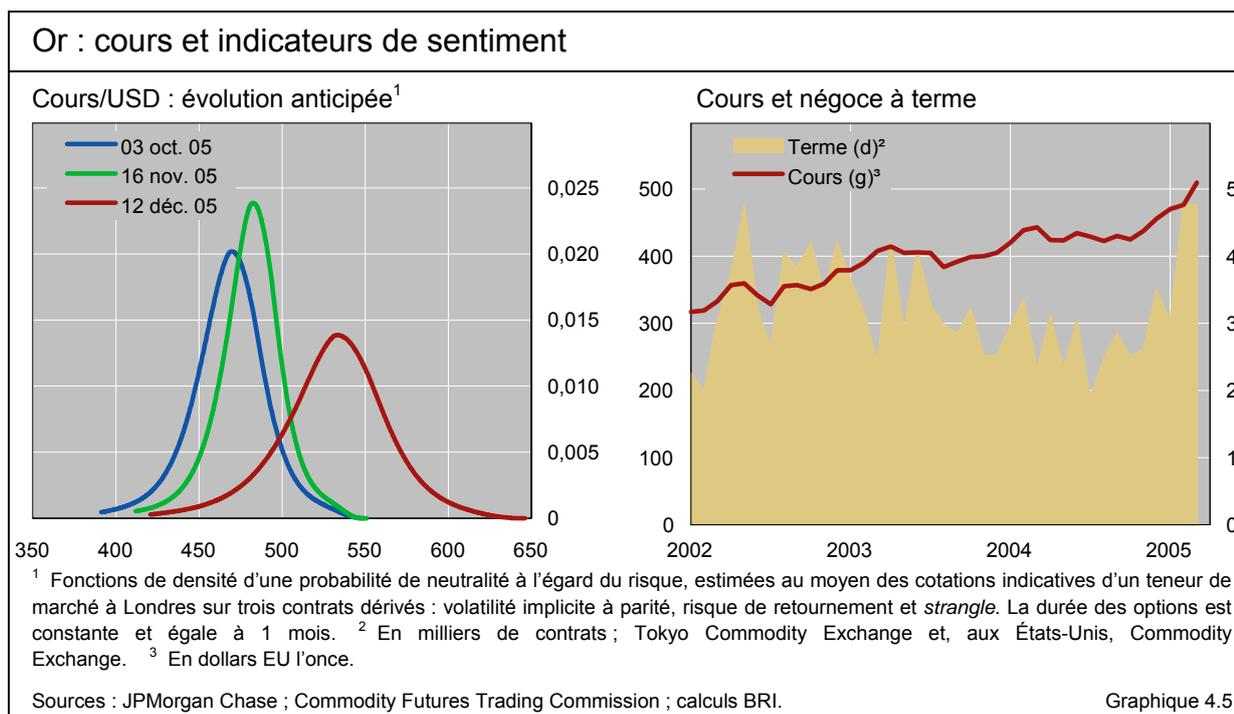
## Marchés de marchandises dominés par la demande d'or japonaise

Le nombre de contrats sur marchandises (les montants notionnels ne sont pas disponibles) a augmenté d'environ 4 % au quatrième trimestre 2005, sous l'effet essentiellement d'une hausse de 47 % dans le segment des métaux précieux. Les instruments sur métaux non précieux et sur denrées agricoles ont progressé de 7 % et 6 % respectivement. Seuls les dérivés sur énergie sont en recul (-11 %), le négoce revenant à ses niveaux normaux après les maximums inhabituels consécutifs aux dommages subis par les infrastructures pétrolières américaines lors des ouragans.

Bond des dérivés  
sur métaux  
précieux

La forte progression dans le compartiment des métaux précieux est essentiellement due au Japon, où les investisseurs semblent avoir utilisé ce type de contrats à terme pour diversifier leurs portefeuilles en phase de baisse du yen. Le volume total des contrats à terme sur or échangés sur le Tokyo Commodity Exchange a doublé, tandis que ceux sur argent et sur platine augmentaient d'environ un tiers. Cet accroissement a coïncidé avec un renchérissement des métaux précieux et, en fin de trimestre, avec un regain de volatilité (graphique 4.5). Aux États-Unis, la hausse est seulement de 10 %. Les contrats à terme sur or du Comex ont diminué d'un tiers en décembre, alors que les options continuaient de progresser, sans doute parce que les courtiers, de plus en plus préoccupés par les risques pesant sur le cours de l'or, cherchaient à se protéger. Au Japon, en revanche, le volume des contrats à terme sur or n'a cessé de croître en décembre.

L'augmentation rapide du volume des dérivés sur métaux précieux n'a pas entraîné de progression correspondante des positions de place : une légère hausse en Asie a été compensée par une baisse aux États-Unis. Cela semble



indiquer que les investisseurs se sont surtout intéressés aux fluctuations de prix à court terme, mais hésitent à étoffer leurs positions à long terme.

Dans le secteur de l'énergie, le négoce a ralenti après le maximum de l'été dû aux ouragans. La plus forte contraction a concerné les marchés d'Asie (-13 %), suivis par ceux d'Amérique du Nord (-12 %) et d'Europe (-4 %). Ce repli s'explique peut-être par une révision en baisse de la progression de la demande mondiale de pétrole, peut-être aussi par le fait que les opérateurs étaient moins tentés par les opérations spéculatives sur un marché baissier et que la demande de couverture était moins importante en raison d'une moindre volatilité. Quoi qu'il en soit, la tendance baissière semble s'être inversée dans la seconde moitié de décembre, avec une hausse des cours du pétrole et de la prime de risque sur les contrats à terme sur pétrole brut.

Normalisation  
dans le secteur  
de l'énergie