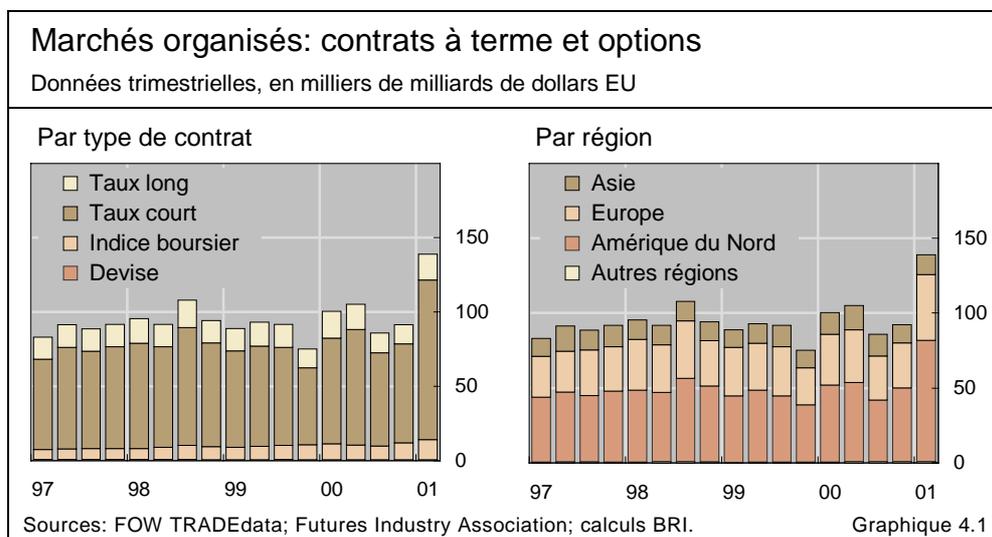


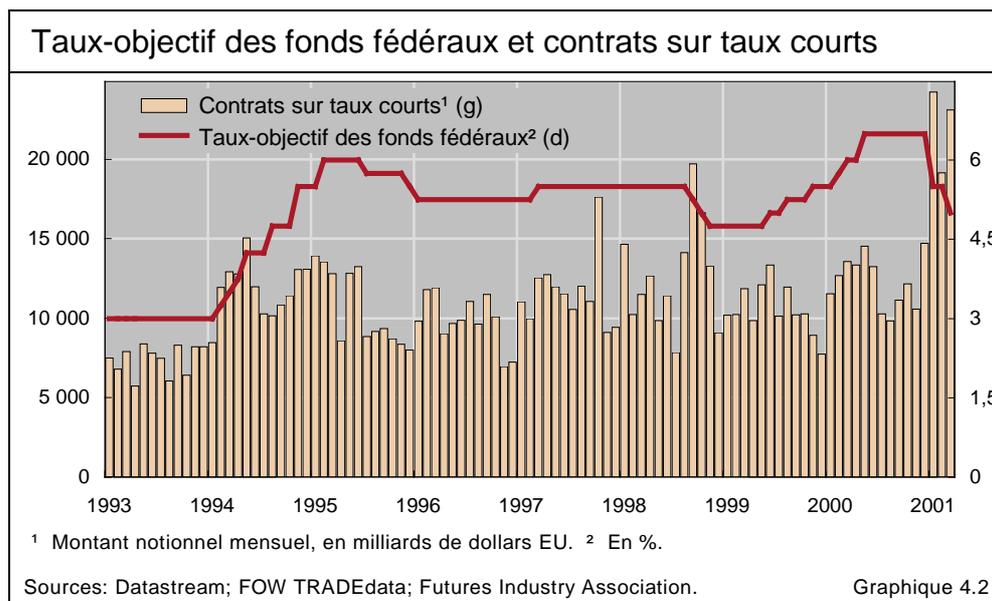
4. Marchés dérivés

Les données récentes indiquent une possible inversion des rôles entre les marchés organisés, dont l'activité a enregistré une progression sans précédent au premier trimestre 2001, et le gré à gré, dont l'expansion en termes de montant notionnel, habituellement plus rapide, s'est fortement ralentie au second semestre 2000. Si elles se prolongent, ces tendances marqueront une rupture avec la tendance des dernières années. L'aspect le plus spectaculaire de la décélération du gré à gré est qu'elle touche surtout les transactions entre courtiers, notamment les contrats d'échange de taux euro. Pour sa part, l'avancée des marchés organisés s'explique essentiellement par l'essor des instruments sur taux courts, favorisés par la réduction-surprise du taux des fonds fédéraux en janvier.

Marché monétaire stimulé par la réduction-surprise du taux des fonds fédéraux

Sur les marchés organisés, la valeur en dollars EU des contrats recensés par la BRI a augmenté de 50% au premier trimestre 2001, à \$138 900 milliards, le compartiment des taux progressant de 55%, à \$124 800 milliards, et celui des actions de 16%, à \$13 400 milliards.





La détente monétaire aux États-Unis favorise les contrats sur taux courts

Les développements concernant les titres de court terme à revenu fixe ont donné le ton, les contrats du marché monétaire progressant de 61%, à \$107 300 milliards, avec une hausse particulièrement sensible pour les instruments en dollars EU (+76%) et sur Euribor (+50%); les premiers semblent avoir été essentiellement favorisés par la baisse-surprise (50 points de base) du taux des fonds fédéraux, début janvier, entre deux séances du Comité fédéral de l'open market, ainsi que par les perspectives de nouvelles réductions; les seconds ont bénéficié d'anticipations de détente, à une époque où la BCE n'avait pas encore inversé le durcissement du premier semestre 2000. Il est également possible que des effets indirects aient joué un rôle. Les émissions de titres de dette d'entreprise en dollars EU, par exemple, ont vivement redémarré après la décision de la Fed (section 3), et les débiteurs les ont probablement assorties de contrats d'échange de taux (fixe/variable). Ces opérations ont pu, à leur tour, stimuler les transactions de couverture par contrats de taux à terme eurodollar sur le marché monétaire.

La modification des conditions du marché profite aussi aux instruments de long terme

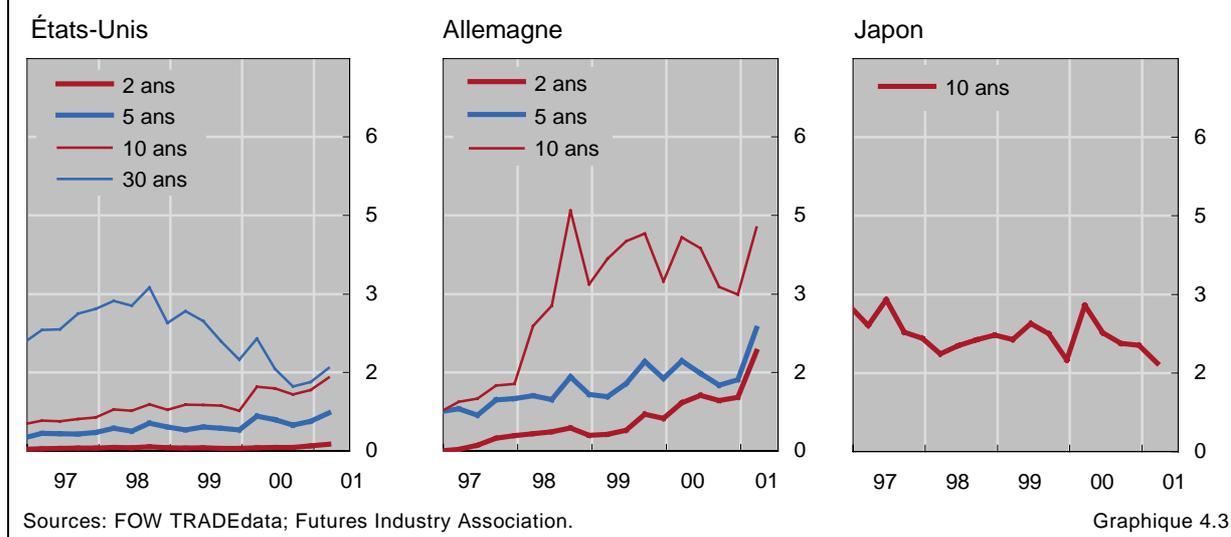
L'ajustement mondial à la réduction du taux directeur américain a aussi profité aux instruments de long terme, en hausse de 29%, à \$17 500 milliards. Contrairement à ce qui s'est produit pour le court terme, les contrats sur obligations d'État européennes ont été les plus dynamiques (+49%, contre 21% pour leurs homologues américains).

Forte expansion des contrats Eurex sur obligations

L'un des faits les plus marquants en Europe a été l'envolée des contrats sur titres d'État négociés sur Eurex, spectaculaire dans le compartiment long (+51% pour le *Bund*, qui conserve aisément le premier rang mondial pour les instruments sur obligations, à \$4 300 milliards), et plus encore dans le segment moyen (*Schatz et Bobl*). Si, pour les instruments allemands, l'expansion globale traduit probablement des anticipations de détente monétaire, l'augmentation plus rapide du segment moyen peut refléter son rôle grandissant comme référence européenne. Le Notionnel de Matif/Euronext,

Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU



seul concurrent du *Bund*, s'est également inscrit en nette hausse (25%), tout en restant distancé.

La décision de la Fed, début janvier, et l'incertitude entourant la durée du ralentissement économique aux États-Unis ont donné lieu à une reprise générale des contrats sur obligations d'État américaines (graphique 4.3). Le contrat à terme 10 ans, dont certains intervenants pensaient qu'il se négocierait davantage que le 30 ans, a, en fait, suivi une trajectoire assez proche. Récemment, la liquidité de ce dernier a été réduite par les remboursements nets de dette publique aux États-Unis et par un report des émissions vers le moyen terme, ce qui a conduit des observateurs à prédire sa disparition.

Les incertitudes concernant l'ampleur et la durée du ralentissement économique mondial ont généralement accru la volatilité des grands marchés des actions, accentuant le redémarrage des contrats sur indice boursier (+16%, à \$13 400 milliards); comme le trimestre précédent, l'augmentation a été plus rapide pour les options que pour les contrats à terme (21% et 12%). Les places nord-américaines (+23%, à \$8 200 milliards) y ont largement contribué, surtout CBOE (+38%, à \$3 700 milliards), qui comble presque son retard sur CME dans les contrats sur indice (\$4 300 milliards). Les places européennes se sont bien comportées (+12%, à \$3 100 milliards), mais celles de la zone Asie-Pacifique sont demeurées en retrait.

Reprise confirmée des contrats sur obligations américaines

Redémarrage des contrats sur indice boursier en raison de la volatilité des marchés mondiaux des actions

Innovations sur les marchés organisés avec des produits sur taux d'échange, titres d'agences et actions individuelles

Les marchés organisés ont innové pour répondre à la demande prévue ou à l'évolution des marchés sous-jacents. Le tarissement récent dans le compartiment des contrats Eurex sur titres d'État à moyen terme, par exemple

Tarissement sur Eurex favorisant des solutions de rechange

(encadré suivant), a incité LIFFE à réactiver, en mars, son contrat à terme sur taux d'échange euro. Ce SwapNote devrait être moins exposé à un tel tarissement, puisque son support, le marché des contrats d'échange euro, est beaucoup plus fourni que celui des contrats Eurex. L'utilisation croissante de la courbe des rendements des contrats d'échange comme référence homogène pour la zone euro devrait contribuer à son succès.

Parallèlement, certaines places américaines ont tiré parti de la faveur croissante des titres des agences fédérales et des valeurs adossées à des actifs en créant des dérivés connexes. Ainsi, début janvier, CBOT a lancé des contrats à terme et options pour la première catégorie (dans le compartiment à 5 ans) et, fin mars, sur titres adossés à des hypothèques.

S'agissant des contrats sur actions, LIFFE et Montreal Exchange se sont illustrés par l'offre de contrats à terme sur actions individuelles. Les Universal Stock Futures de LIFFE, qui portent sur vingt-cinq grands groupes européens et américains, ont reçu un accueil favorable et leur négoce représente près de 10% du volume des options correspondantes. Les principales places des États-Unis ont également manifesté de l'intérêt pour de tels produits et projettent d'en lancer dans l'année, dès qu'elles en auront reçu l'autorisation. En mars, LIFFE et Nasdaq avaient déjà annoncé leur intention d'instituer une négociation électronique sur actions américaines par le biais d'une entreprise conjointe soumise à contrôle aux États-Unis.

Gré à gré: ralentissement mondial au second semestre 2000

Les chiffres de l'enquête semestrielle BRI sur les positions de gré à gré au second semestre 2000 indiquent un ralentissement mondial. L'encours notionnel total est estimé à \$95 200 milliards à fin décembre, soit une augmentation de seulement 1% par rapport à fin juin et 8% en un an. En termes de valeur de marché, cependant, le gré à gré progresse de 24%, à \$3 200 milliards, sur les six derniers mois.

Les deux principaux compartiments (instruments de taux et sur devises) ont été les moins dynamiques (+1%), alors que les produits sur actions et sur marchandises ont enregistré une vive expansion (respectivement 15% et 13%)⁶. Trois autres évolutions sont à noter: contraction de l'encours des contrats d'échéance normalement courte (terme sec et swaps cambistes, mais aussi instruments de taux à terme); ralentissement particulièrement prononcé des contrats d'échange de taux (le plus gros segment du gré à gré); diminution des opérations entre courtiers pour les instruments de taux et sur devises.

Les fusions et acquisitions dans le secteur financier peuvent expliquer en partie ce ralentissement, puisqu'elles se traduisent par une consolidation des transactions et donc une diminution des encours. Il convient toutefois de noter que cela n'a pas été le cas pour le rapprochement de J.P. Morgan et Chase, annoncé en septembre 2000, car les deux sociétés ont publié des comptes séparés à la fin de la période étudiée.

⁶ Les dérivés de crédit, qui ont enregistré récemment un développement rapide selon des sources de marché, ne sont pas recensés par cette enquête.

Ralentissement
pouvant être dû en
partie aux fusions

Analyse d'un tarissement de marché

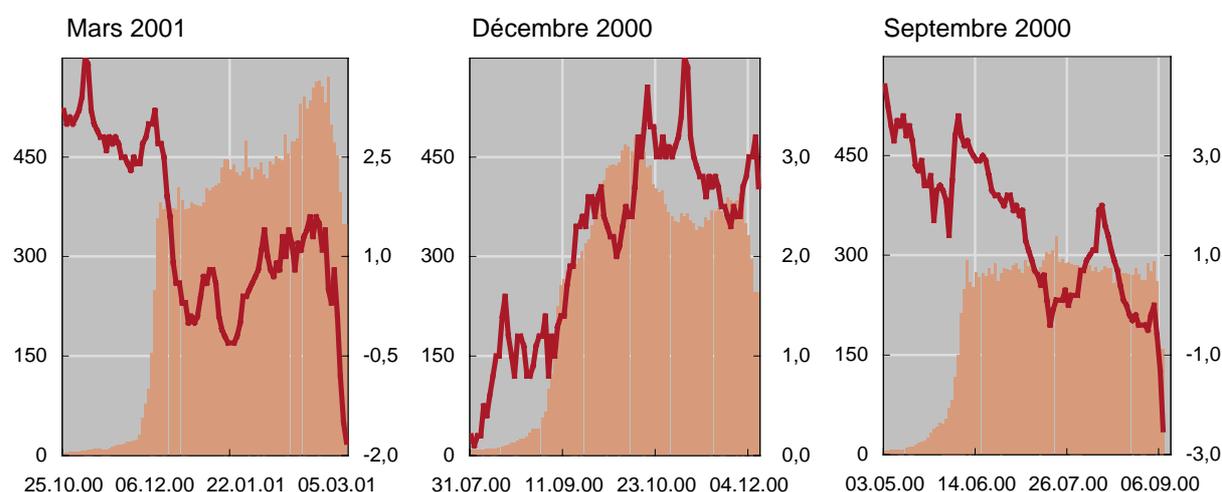
Serge Jeanneau et Robert Scott

Les contrats sur obligations d'État allemandes sont en un sens victimes, depuis quelques années, de leur remarquable succès. Le dernier incident en date est le tarissement, au premier trimestre 2001¹, du *Bobl* 5 ans, utilisé comme sous-jacent de contrats à terme et options Eurex. Il apparaît qu'un petit nombre de banques européennes ont accaparé le titre le moins cher à livrer (MCL) pour l'échéance mars 2001, entraînant de lourdes pertes pour les opérateurs en position courte. Ce n'était pas le premier incident de la sorte sur Eurex: un phénomène semblable avait également affecté le contrat *Bund* (sur obligation à long terme), notamment en septembre 1998 et juin 1999². Le présent encadré analyse ce qui s'est passé sur le *Bobl* en mars 2001.

Le recours aux contrats à terme et options sur obligations d'État allemandes s'est développé rapidement durant la deuxième partie des années 90, ce type de support servant de plus en plus aux opérations de couverture et aux prises de positions sur taux d'intérêt euro. En conséquence, l'exposition sur les instruments dérivés a largement dépassé celle sur le sous-jacent. Une prise de positions massives sur contrats à terme, par rapport à l'encours de titres livrables disponibles, a parfois permis à certains opérateurs d'en évincer d'autres.

Sur les marchés à terme, un tel phénomène empêche les détenteurs de positions courtes d'acquiescer ou d'emprunter les titres dont ils ont besoin pour exécuter leurs contrats. Normalement, la livraison ne pose pas de problème puisque la majorité des intervenants annulent leurs positions par des transactions opposées avant expiration du contrat. Toutefois, si l'un d'entre eux se trouve alors en position courte, il est contraint de livrer les titres concernés, de même que celui qui reste en position longue doit prendre livraison des titres. Comme la transparence des prix est difficile à obtenir sur les marchés obligataires, la plupart des contrats sur obligations d'État s'exécutent par livraison physique, contrairement aux contrats sur taux interbancaires et indice boursier, qui sont réglés en liquidités sur la base d'une tarification

Position ouverte sur *Bobl* 5 ans¹ et écart entre le MCL et le titre le plus proche²



¹ En milliers de contrats (barres, g). ² En points de base (courbe, d).

Sources: Datastream; Reuters; calculs BRI.

¹ «Le marché est confronté au «squeeze» des titres allemands admis sur Eurex», *L'Agefi*, 9 mars 2001; «Bobl squeeze may help Eurex rivals», *Wall Street Journal Europe*, 9 avril 2001. ² Wolfgang Schulte, «Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area», *The changing shape of fixed income markets*, BIS Papers n° 8 (à paraître).

transparente. La livraison physique s'effectue selon des règles précisant la gamme de titres livrables et le mécanisme de conversion des divers titres en actifs équivalents. Dans le cas du contrat à terme *Bobl*, les titres livrables sont des titres d'État allemands d'échéance comprise entre 4,5 et 5,5 ans; afin de tenir compte des différences de coupon et d'échéance, les cotations sont affectées d'un facteur de conversion reposant sur une évaluation des coupons et du principal à un taux de rendement annuel de 6% pour toutes les dates de paiement. Toutefois, l'ajustement étant imparfait, l'un ou l'autre de ces titres est toujours moins cher à livrer, selon les taux du marché et la pente de la courbe des rendements. Des taux de marché inférieurs au coupon notionnel ont tendance à favoriser la livraison d'un titre à coupon élevé et d'échéance courte.

Un tarissement est d'autant plus probable que l'offre du MCL est limitée, sa détermination prévisible et son remplacement entravé par manque d'émissions ayant une sensibilité-prix à peu près identique. De fait, lors des incidents de liquidité sur le contrat *Bund*, le panier livrable était composé d'un petit nombre de titres ayant des caractéristiques de durée très différentes, ce qui rendait improbable le changement de MCL. Le facteur de conversion étant imparfait, les opérateurs pouvaient en outre aisément connaître le MCL et en faire la cible d'une stratégie de tarissement, facilitée par une offre réduite.

En février 2001, les conditions de marché allaient dans le sens d'un tarissement. Le MCL était l'échéance octobre 2005, coupon 6,5%. La position ouverte sur le contrat à terme *Bobl* était passée à plus de 565 000 contrats le 22 février, pour un notionnel de €57 milliards, soit plus de cinq fois l'encours du MCL et environ une fois et demie la taille totale du panier livrable, alors que, pour les échéances décembre et septembre 2000, elle se situait seulement à respectivement 384 000 et 281 000 contrats deux semaines avant leur expiration. Le graphique illustre les conditions de marché à l'approche de la date d'exécution pour ces différentes échéances. Il montre que les positions ouvertes sur le contrat mars 2001 se sont accrues de manière exceptionnelle. En outre, le MCL était alors relativement moins abondant et le titre le plus proche (6%, échéance janvier 2006) aurait été beaucoup plus coûteux.

De toute évidence, un petit nombre de banques européennes ont alors saisi cette occasion pour accaparer le MCL, de sorte que, lorsque les vendeurs à découvert ont cherché à annuler leurs positions, le prix du contrat a fortement augmenté: son rendement implicite a ainsi diminué de près de 30 points de base durant les deux semaines précédant l'échéance. Le dernier jour de négociation, le 8 mars, un opérateur qui aurait pris une position courte au plus haut de la position ouverte aurait perdu 17 points de base sur le rendement implicite.

L'expérience du contrat *Bobl* mars 2001 a conduit les intervenants à adopter une attitude défensive. Ils auraient commencé à engranger les titres livrables aux prochaines échéances (juin et septembre), ce qui risque d'avoir des conséquences négatives pour la liquidité de marché. Leur réticence à prendre des positions courtes sur obligations d'État allemandes pourrait, par ailleurs, peser sur le rendement des titres livrables.

Ces problèmes pourraient s'aggraver si la diminution du déficit budgétaire allemand entraîne une réduction du panier de titres livrables, se traduisant par d'importantes différences de coupon et d'échéance. Les autorités allemandes, toutefois, concentrent désormais les émissions sur une gamme plus étroite de références. Le renforcement du gisement à 2, 5 et 10 ans devrait contribuer à accroître l'offre de sous-jacents pour les contrats Eurex.

Eurex, de son côté, a annoncé début juin l'introduction de limites par opérateur sur les positions ouvertes et une réduction des pénalités en cas d'incapacité à livrer. Les intervenants ont suggéré plusieurs mesures: inclusion d'autres obligations d'État européennes dans le panier de titres livrables; règlement en liquidités; prolongation de la période de livraison. Ils ont également proposé d'améliorer le fonctionnement du marché des pensions, ce qui permettrait des arbitrages plus efficaces entre comptant et dérivés et rendrait plus difficiles les stratégies de tarissement.

Instruments dérivés de gré à gré¹

Encours, en milliards de dollars EU

	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.
	1999		2000		1999		2000	
Total général	81 458	88 201	94 008	95 199	2 628	2 813	2 572	3 180
Instruments sur devises	14 899	14 344	15 494	15 666	582	662	578	849
Terme sec et swaps								
cambistes	9 541	9 593	10 504	10 134	329	352	283	469
Contrats d'échange	2 350	2 444	2 605	3 194	192	250	239	313
Options	3 009	2 307	2 385	2 338	61	60	55	67
Instruments de taux ²	54 072	60 091	64 125	64 668	1 357	1 304	1 230	1 426
Terme	7 137	6 775	6 771	6 423	12	12	13	12
Contrats d'échange	38 372	43 936	47 993	48 768	1 222	1 150	1 072	1 260
Options	8 562	9 380	9 361	9 476	123	141	145	154
Instruments liés aux actions	1 511	1 809	1 645	1 891	244	359	293	289
Contrats à terme et d'échange	198	283	340	335	52	71	62	61
Options	1 313	1 527	1 306	1 555	193	288	231	229
Instruments sur marchandises ³	441	548	584	662	44	59	80	133
Or	189	243	261	218	23	23	19	17
Autres	252	305	323	445	22	37	61	116
Contrats à terme et d'échange	127	163	168	248	..	..	..	..
Options	125	143	155	196	..	..	..	..
Autres ⁴	10 536	11 408	12 159	12 313	400	429	392	483
Risque de crédit brut ⁵					1 119	1 023	937	1 080
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Marchés organisés⁶</i>	15 501	13 522	13 918	14 302	..	..	..	..

¹ Chiffres corrigés des doubles recensements. Montant notionnel: positions entre parties déclarantes divisées par deux; valeur de marché brute: valeur de marché positive brute de tous les contrats + valeur absolue de la valeur de marché négative brute des contrats avec les parties non déclarantes. ² Contrats en une seule devise uniquement. ³ Correction (par estimation) pour doubles recensements. ⁴ Positions d'établissements n'entrant pas dans le cadre normal de déclaration BRI (estimations). ⁵ Valeur de marché brute après prise en compte des accords bilatéraux de compensation juridiquement valides. ⁶ Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; divers marchés de contrats à terme et d'options.

Tableau 4.1

À \$64 700 milliards, les *instruments de taux* ne se sont accrus que de 1%. Les contrats à terme ont régressé de 5%, alors que les options ont progressé de 1% et les contrats d'échange de 2%, à \$48 800 milliards. Deux éléments sont à signaler: les contrats d'échéance inférieure ou égale à 1 an ont diminué de 7%, pendant que les produits de plus long terme ont conservé un bon rythme (5% environ); le compartiment de l'euro s'est contracté de 7%, tandis que celui du dollar EU a continué de se développer rapidement.

Contrats d'échange de taux: contraction en euros ...

... et expansion continue en dollars EU

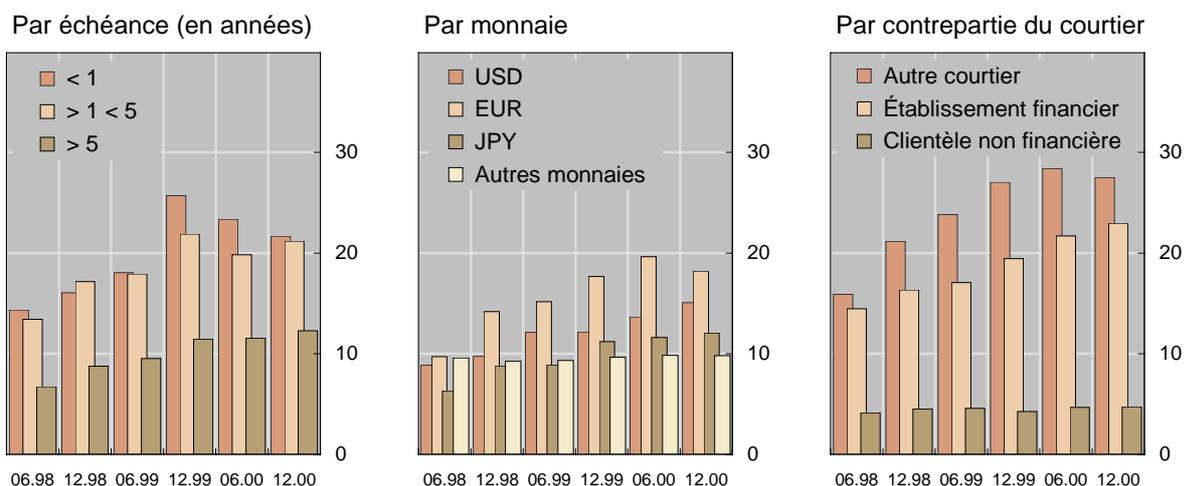
Décélération pour la plupart des instruments sur devises ...

En ce qui concerne les contrats d'échange de taux, le ralentissement tranche fortement avec la vive expansion observée depuis fin 1998. Il résulte essentiellement d'une contraction de 5% dans le compartiment de l'euro. Celle-ci touche toutes les catégories de contreparties, mais surtout les opérations entre courtiers, et peut s'expliquer par plusieurs facteurs: consolidation du secteur financier; volume réduit d'émissions de certains titres «domestiques» (*Pfandbriefe*, par exemple) souvent couverts par des contrats d'échange; compensation tardive, dans les portefeuilles des opérateurs, des contrats en monnaies remplacés par l'euro⁷. À l'inverse, les instruments libellés en dollars EU ont maintenu un bon rythme d'expansion (10%). Les remboursements nets de titres d'État américains ont nui à la liquidité de ce marché et à l'efficacité des moyens de couverture traditionnels, tels les titres au comptant et contrats à terme sur obligations d'État, ce qui a incité les opérateurs à recourir aux contrats d'échange de taux⁸.

L'encours notionnel des *instruments sur devises* s'est accru de 1%, à \$15 700 milliards, après une hausse assez prononcée au premier semestre. La catégorie terme sec et swaps cambistes a baissé de 4% et celle des options de 2%, alors que les contrats d'échange ont augmenté de 23%. Un léger accroissement dans les compartiments du dollar EU et de l'euro a été en partie contrebalancé par une diminution en yens, ce qui apparaît conforme à la volatilité implicite observée (forte baisse pour le couple dollar EU/yen, mais niveau encore élevé pour la paire dollar EU/euro).

Dérivés de gré à gré: contrats d'échange et à terme sur taux

Encours notionnel, en milliers de milliards de dollars EU



Graphique 4.4

⁷ Avec le passage à l'euro, les intervenants ont la faculté de compenser les contrats libellés dans les monnaies composantes.

⁸ R. N. McCauley, «Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2001, pp. 39-46.

Le repli du montant notionnel dans la catégorie terme sec et swaps cambistes ainsi qu'en options peut refléter des tendances à long terme sur le marché au comptant. Dans l'attente de la publication par la BRI (pas avant le quatrième trimestre 2001) de la prochaine enquête sur les marchés dérivés et les changes, certains éléments permettent de penser que les opérations de change interbancaires ont diminué ces dernières années, en raison de plusieurs facteurs comme la consolidation du secteur financier, le succès de la négociation électronique et la réduction des positions à effet de levier à la suite des crises financières asiatique et russe.

Les contrats d'échange taux et devises constituent la principale exception à cette tendance au repli des instruments de change. Ce segment, qui n'a cessé de grossir depuis que la BRI collecte des données sur le gré à gré, a probablement bénéficié de l'important volume de prêts consortiaux et d'émissions de titres, notamment en faveur des sociétés de télécommunications. En revanche, il ne semble pas avoir été affecté par la nouvelle réglementation comptable du Financial Accounting Standards Board (FASB) concernant les produits dérivés et instruments de couverture, applicable à toutes les sociétés américaines cotées clôturant leur exercice au 15 juin 2000⁹. Il est possible que la réduction des positions par certaines sociétés, en anticipation de l'application de cette réglementation, ait été compensée par le remplacement de couvertures complexes par des formules plus simples.

... mais non
pour les contrats
d'échange taux
et devises

Le secteur lié aux actions, à \$1 900 milliards, a enregistré une vive expansion, entièrement due aux options. L'incertitude réapparue au second semestre sur les marchés mondiaux des actions et la chute des cours, surtout pour les valeurs technologiques, ont accru la volatilité. Le compartiment des options sur actions européennes a été le plus dynamique et représente maintenant près de 60% du secteur; s'il est trop tôt pour tirer des enseignements concluants sur l'évolution à long terme, il est possible d'expliquer ce dynamisme par une tendance profonde, tenant peut-être au succès, en Europe, des formules d'investissement liées aux actions (par exemple, fonds, produits grand public, obligations convertibles et *warrants*).

Forte expansion
des instruments
liés aux actions

Vive hausse de la valeur de marché brute

La valeur de marché brute est estimée à \$3 200 milliards, en hausse de 24%: cette augmentation, la plus forte depuis que la BRI collecte des statistiques sur le gré à gré, surprend quelque peu, car le montant notionnel n'a guère varié dans le même temps. Le ratio valeur de marché brute/montant notionnel, inversant la tendance baissière suivie depuis le second semestre 1998, s'est

Hausse de la valeur
de marché brute
pouvant résulter
de l'allongement
des échéances

⁹ Le *Statement* n° 133 du FASB oblige les sociétés à comptabiliser les dérivés à la juste valeur à l'actif ou au passif du bilan. Elles doivent en outre porter à leur compte de résultats (éventuellement au poste «*Other comprehensive income*») toute modification de valeur des instruments désignés comme couverture si elle ne compense pas exactement un changement de valeur du sous-jacent.

ainsi élevé de 2,7% à 3,3%. Par catégorie de risque, le ratio passe de 3,7% à 5,4% pour les instruments sur devises et de 1,9% à 2,2% pour les produits de taux. L'allongement des échéances pourrait expliquer ce phénomène.

Dérivés de gré à gré: étude comparée des sources statistiques

Robert Scott

L'intérêt des statistiques sur le gré à gré s'est accru parallèlement au développement de ce marché. Plusieurs organismes publient régulièrement des données sur sa taille et sa composition. Leurs utilisateurs doivent être informés des caractéristiques essentielles respectives des séries. Si les enquêtes semestrielles et triennales menées par les banques du G 10 et coordonnées par la BRI, celle de l'ISDA et celle de Swaps Monitor fournissent des chiffres agrégés assez complets, leur méthodologie et leur couverture diffèrent sur certains points, que la présente note passe en revue.

Caractéristiques des statistiques

Critère	BRI	ISDA	Swaps Monitor
Nature du risque:			
Taux d'intérêt	Terme, contrats d'échange et options	Contrats d'échange et options	Terme, contrats d'échange et options
Devises	Swaps cambistes, contrats d'échange et options	Contrats d'échange	Swaps cambistes, contrats d'échange et options
Actions	Contrats d'échange et options	..	Contrats d'échange et options
Divers	Instruments sur marchandises	..	Instruments sur marchandises
Périodicité	Semestrielle	Semestrielle	Semestrielle
Décalage	4-5 mois	5 mois	5-6 mois
Élimination des doubles comptages	Oui	Non	Par estimation
Début de la collecte	1998	1987	1992
Origine des données	Banques déclarantes, via banques centrales G 10	Membres ISDA	États financiers publiés par les banques
Encours total des contrats (juin 2000)	\$94 000 milliards	\$60 000 milliards	\$103 000 milliards
Dont: contrats de taux (juin 2000)	\$64 000 milliards	\$60 000 milliards	\$79 000 milliards

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

L'ISDA a publié les premières statistiques sur les dérivés de gré à gré, avec des données détaillées parues en 1987. En 1998, celles-ci furent remplacées par une enquête semestrielle («*flash-survey*») retraçant uniquement l'encours notionnel des contrats d'échange et options sur taux et contrats d'échange de devises, à partir des positions déclarées par les membres de l'ISDA. Les chiffres d'encours sont très proches de ceux de la BRI, mais certains domaines ne sont pas couverts: contrats d'échange sur devises, instruments de taux à terme et divers autres produits, notamment sur actions et marchandises.

Swaps Monitor

Swaps Monitor utilise une méthodologie différente consistant à exploiter les états financiers des grands courtiers, qui établit des données agrégées du même ordre de grandeur que celles de l'ISDA et de la BRI. En raison du manque de précision des sources, la ventilation par instrument et par contrepartie est obtenue par estimation.

L'information relative aux contreparties est d'importance capitale dans cette approche, puisque les opérations entre courtiers sont divisées par deux pour éliminer les doubles comptages. Swaps Monitor, qui offre la série homogène la plus longue, couvre les contrats sur taux, devises, actions et marchandises.

Banques centrales G 10/BRI

L'enquête semestrielle fournit des données agrégées, calculées en montant notionnel et valeur de marché brute, sur les soixante plus importants courtiers des pays du G 10, ainsi qu'une répartition détaillée par catégorie de risque, nature du contrat, échéance, monnaie et type de contrepartie. Elle inclut l'activité des courtiers non déclarants, estimée à partir de l'enquête triennale BRI, dont la structure est semblable mais la portée plus large, couvrant une cinquantaine de pays. Les chiffres sont corrigés des doubles comptages. Les banques centrales et la BRI sont les seules à publier en outre le volume de nouveaux contrats; il est établi par l'enquête triennale, qui recense aussi les dérivés de crédit. Comme il est souhaitable de disposer d'une information plus actuelle sur ces derniers instruments, les banques centrales envisagent maintenant de collecter ces données dans le cadre de l'enquête semestrielle.