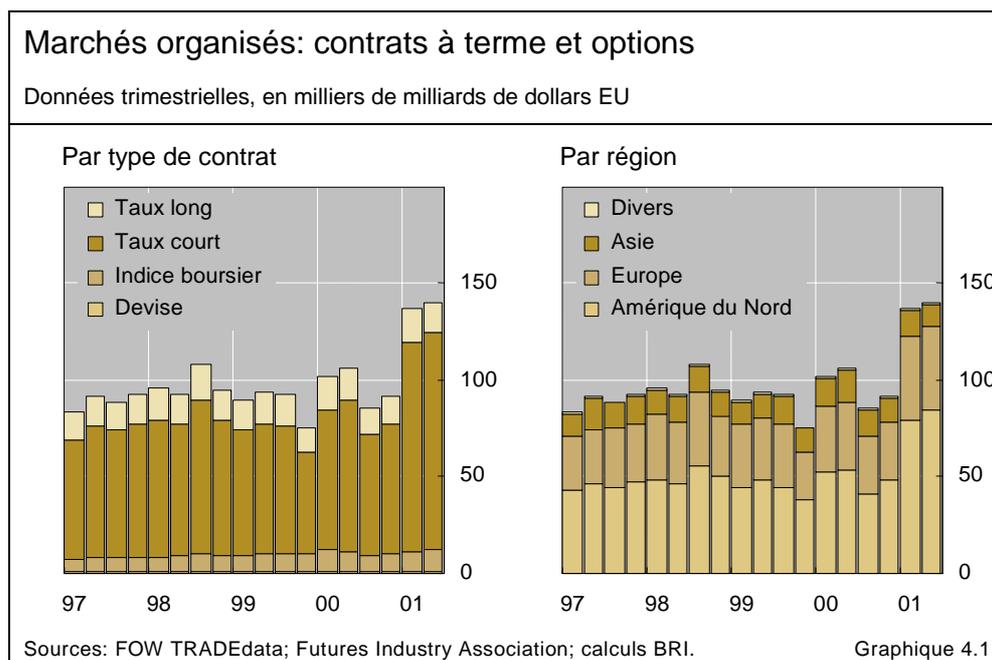


4. Marchés dérivés

Les marchés organisés ont enregistré un nouveau record au deuxième trimestre 2001, la valeur notionnelle (en dollars) des contrats recensés par la BRI ayant augmenté de 3%, à \$139 700 milliards. Même si le rythme d'expansion s'est fortement ralenti après la hausse exceptionnelle du trimestre précédent, l'activité sur instruments à revenu fixe, notamment sur taux du marché monétaire américain, est restée extrêmement soutenue. Ce dynamisme des produits de taux s'explique dans une certaine mesure par la détente monétaire mais peut-être aussi par des changements dans les méthodes de gestion des risques. Au Japon, en revanche, le secteur à revenu fixe a généralement encore perdu du terrain.

Les réductions des taux directeurs américains continuent de soutenir le compartiment monétaire

L'expansion des produits de taux s'est nettement ralentie au deuxième trimestre 2001, l'encours augmentant de 2% seulement (à \$127 400 milliards),



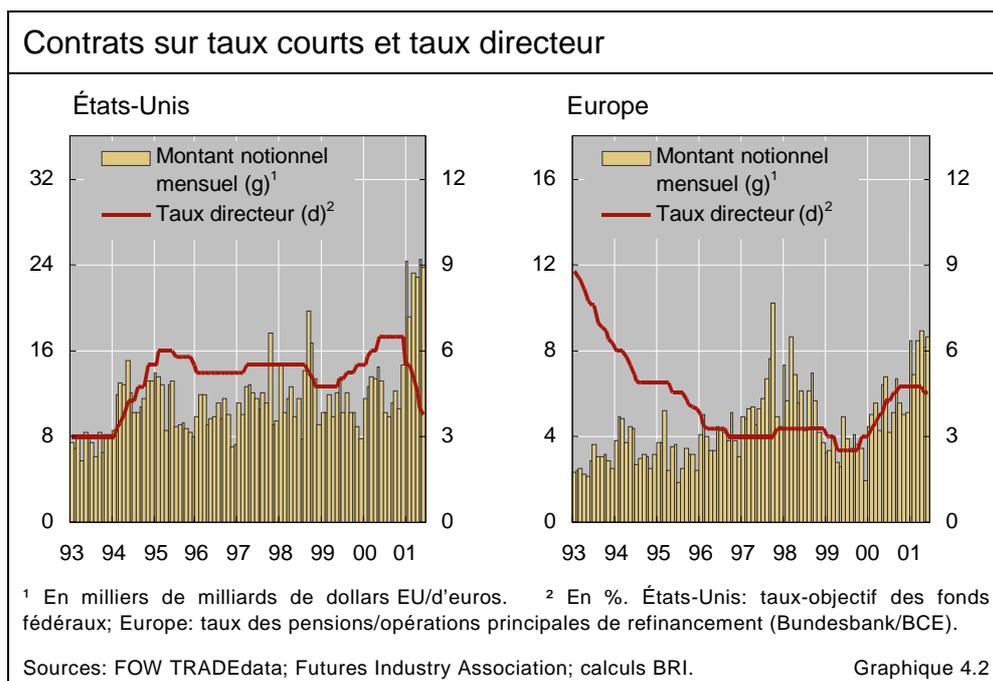
contre 55% les trois mois précédents. Les contrats du marché monétaire ont progressé de 4%, à \$111 300 milliards, tandis que ceux sur obligations d'État ont diminué de 8%, à \$16 000 milliards.

Le deuxième trimestre, comme le premier, a été essentiellement caractérisé par le dynamisme exceptionnel des contrats du marché monétaire américain. Cette vigueur persistante a été vraisemblablement liée à des opérations de couverture ou à des prises de positions avant un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Ainsi, la réduction de 50 points de base du taux-objectif des fonds fédéraux, mi-avril, intervenant (pour la seconde fois depuis janvier 2001) entre deux séances du Comité fédéral de l'open market, semble avoir de nouveau surpris le marché, laissant les participants dans l'incertitude au sujet de la date des étapes ultérieures de détente monétaire. Dans la zone euro, les anticipations concernant l'orientation des taux courts ont été un peu plus stables qu'aux États-Unis, mais la décision de la BCE d'abaisser son taux directeur de 25 points de base, en mai, paraît ne pas avoir été anticipée. Au Japon, en revanche, l'activité sur taux courts a continué de diminuer en raison du retour de facto à une politique de taux zéro depuis mars et du sentiment généralisé que la politique monétaire resterait accommodante. En outre, ce ralentissement s'est inscrit dans le cadre du tassement du marché sous-jacent.

La forte progression des contrats du marché monétaire américain depuis le début de l'année peut également traduire d'autres facteurs fondamentaux. Premièrement, les émissions brutes en dollars des entreprises et agences gouvernementales, qui ont atteint des niveaux élevés (sections 1 et 3), ont stimulé les contrats d'échange de taux et donc leurs instruments de couverture les plus utilisés, les contrats à terme eurodollar. Deuxièmement, l'activité peut

Le dynamisme de l'activité sur taux courts américains semble lié à la détente monétaire aux États-Unis ...

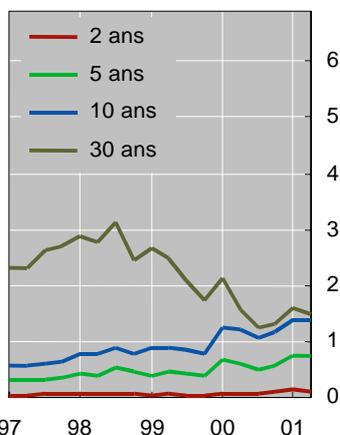
... et, plus généralement, au choix du Libor pour les opérations de couverture



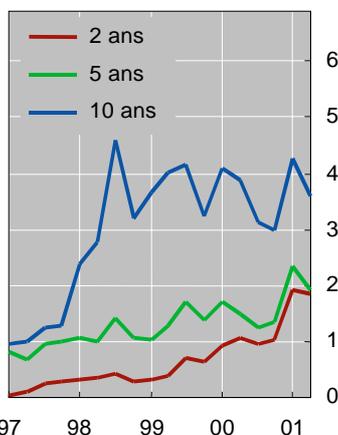
Contrats à terme sur obligation d'État

Données trimestrielles, en milliers de milliards de dollars EU

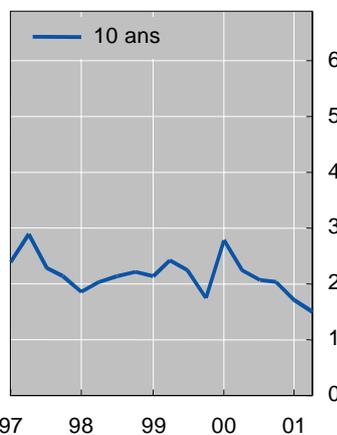
États-Unis



Allemagne



Japon



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

Graphique 4.3

aussi avoir bénéficié du fait que, plus généralement, les opérateurs et spéculateurs ont délaissé la courbe des rendements du Trésor EU pour se reporter sur celle des contrats d'échange, fondée sur le Libor. En effet, l'augmentation du volume des contrats à terme et options eurodollar s'est accompagnée, au premier semestre, d'une expansion encore plus rapide dans le compartiment très court (Libor 1 mois et fonds fédéraux 1 mois). Si ce dernier représente toujours une faible proportion des instruments du marché monétaire américain (environ 10% au deuxième trimestre), il pourrait se développer à l'avenir puisque le Trésor s'apprête à lancer des titres dans ce compartiment¹.

Contraction du volume des contrats sur obligations

Les instruments de plus long terme, en revanche, se sont contractés, ce qui s'explique essentiellement par une diminution de 13% du volume des contrats Eurex, notamment sur titres d'État à 5 et 10 ans. En fait, ce repli constitue un retour à une situation plus normale, après la hausse de 50% du trimestre précédent. Sur Matif (Euronext Paris), le principal contrat obligataire a enregistré une baisse encore plus prononcée (-28%), attribuée par les analystes au dénouement d'une opération de soutien à l'Euronotionnel engagée par les banques françaises fin 1999. Aux États-Unis, les contrats obligataires ont été stables, les taux moyens et longs évoluant à l'intérieur d'une fourchette assez étroite. Le contraste entre cette modération et la forte

¹ En mai, le Trésor EU a annoncé le lancement de bons à 4 semaines pour accroître la flexibilité et l'efficacité de sa gestion des liquidités.

² Le Matif a chuté malgré la réintroduction, mi-mai, d'un contrat Euronotionnel 5 ans visant à profiter d'un créneau ouvert par le tarissement qui a frappé dernièrement le contrat sur obligation d'État allemande 5 ans (*Rapport trimestriel BRI*, juin 2001, pp. 34-35).

expansion du marché au comptant des titres du Trésor EU³, depuis le début de l'année, pourrait confirmer des signes de désaffection à l'égard de la courbe des rendements du Trésor pour la gestion des risques. Au Japon, l'activité a continué de ralentir, les contrats sur obligations d'État se repliant de 9%. Malgré leur léger redressement en début de trimestre, les participants ont sans doute estimé, au vu de la médiocrité des conditions économiques globales, que les taux longs n'allaient guère varier.

Modération de l'activité confirmant le choix du Libor

Le marché accepte de plus en plus les nouveaux contrats à terme sur taux de contrats d'échange et actions individuelles

L'un des traits marquants du deuxième trimestre 2001 a été l'accueil favorable réservé aux contrats à terme Swapnote. Créés fin mars par LIFFE, ils sont indexés sur les taux des contrats d'échange en euros à 2, 5 et 10 ans. S'ils n'ont représenté qu'une infime part du marché des produits à revenu fixe de LIFFE au deuxième trimestre (\$99 milliards, soit 0,4%), leur négoce a progressivement augmenté, soutenu par une suppression temporaire des commissions.

Le marché semble bien accepter les contrats Swapnote de LIFFE

Une niche semble s'être créée pour ce type de contrats. L'instauration de l'Union monétaire européenne en janvier 1999 a réduit le rôle des obligations d'État européennes comme références tarifaires. En dépit de leur bonne qualité de crédit, elles restent hétérogènes, et les déséquilibres entre l'offre et la demande résultant de la contraction des émissions de certains pays n'ont fait qu'aggraver cette situation. La courbe des contrats d'échange s'est ainsi posée comme référence homogène sur les marchés européens des titres à revenu fixe, ce qui pourrait contribuer au succès des instruments sur contrats d'échange⁴.

Une niche s'est créée pour les produits sur contrats d'échange

En outre, les contrats Swapnote pourraient profiter des épisodes récents de tarissement du marché, qui ont affecté les contrats sur obligations d'État Eurex (*Rapport trimestriel BRI*, juin 2001). Ils devraient être moins exposés à de tels incidents, car leur règlement s'effectue en liquidités et leur marché sous-jacent (contrats d'échange en euros) est beaucoup plus étoffé que celui des contrats à terme sur titres d'État (\$16 600 milliards en termes notionnels, contre environ \$3 300 milliards fin 2000). Enfin, ils pourraient également bénéficier de la décision, prise par certains organismes européens de gestion de la dette publique, de recourir aux contrats d'échange de taux⁵.

Les épisodes de tarissement du marché sur Eurex pourraient favoriser les Swapnotes

³ L'accroissement du volume des titres du Trésor EU s'explique par la détente monétaire opérée par la Réserve fédérale, la pente de la courbe des rendements et un volume record d'émissions de titres à revenu fixe en dollars EU.

⁴ Les répercussions de l'avènement de l'euro sur les marchés obligataires européens sont examinées par Kostas Tsatsaronis et Gabriele Galati dans «The impact of the euro on Europe's financial markets», *BIS Working Papers*, n° 100, juillet 2001.

⁵ L'Allemagne et la France ont annoncé récemment leur décision de suivre l'exemple italien dans ce domaine.

La création de produits sur contrats d'échange s'inscrit dans un processus plus large de déplacement des références

Le rôle croissant joué par les contrats d'échange de taux pour le négoce et la tarification sur les marchés financiers américains - notamment dans le contexte du remboursement de la dette à long terme du Trésor EU - pourrait également favoriser l'apparition d'instruments semblables aux États-Unis. Ainsi, le Chicago Board of Trade a récemment annoncé le lancement, à l'automne 2001, de contrats à terme et options sur taux des contrats d'échange en dollars à 5 et 10 ans. Il convient de noter que cette décision s'inscrit probablement dans un processus plus large de déplacement des références, les participants trouvant plus avantageux d'abandonner les titres d'État aux fins de couverture et de constitution de positions au profit d'instruments privés⁶.

Les produits sur taux de contrats d'échange pourraient attirer de nouveaux participants

L'une des difficultés rencontrées par les places financières pour offrir de tels instruments réside dans le fait que le marché des contrats d'échange est traditionnellement dominé par un petit groupe de banques de premier ordre (généralement notées AA/Aa). Ces établissements sont parvenus à conserver un rôle déterminant dans l'intermédiation des taux d'intérêt et du crédit, en assurant la liquidité de contrats standards tout en offrant une large gamme de produits sur mesure. Le lancement de produits liquides sur taux de contrats d'échange, grâce aux forts volumes de négoce obtenus par la standardisation, la transparence des prix et l'interposition d'une chambre de compensation comme contrepartie centrale, pourrait ouvrir le marché à des intermédiaires financiers de moindre envergure ou moins bien notés. C'est ce qui semble s'être passé avec les contrats Swapnote, dont la demande proviendrait en grande partie de banques régionales européennes. Si l'entrée en scène de contreparties plus modestes risque d'avoir des répercussions sur les marges bénéficiaires des participants déjà établis, elle pourrait aussi accroître la liquidité du marché des contrats d'échange en général et témoigner de la complémentarité croissante entre gré à gré et places organisées.

Poursuite de l'expansion des contrats à terme LIFFE sur actions individuelles

Le deuxième trimestre 2001 a également été marqué par la poursuite de l'expansion des contrats à terme sur actions individuelles offerts par LIFFE depuis janvier (encadré suivant sur les dérivés). Le nombre des sociétés dont les titres servent de support est passé de 25 à 65 et celui des contrats à 611 000, soit 30% du volume des options correspondantes. Fortes du précédent créé par LIFFE, les trois plus grandes places américaines ont annoncé, en mai, l'instauration d'une coentreprise pour la négociation électronique de contrats à terme sur actions individuelles, dès que ces instruments auront reçu l'agrément définitif des instances de réglementation.

⁶ Sujet développé dans une étude de Robert N. McCauley, «Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2001, pp. 39-46.

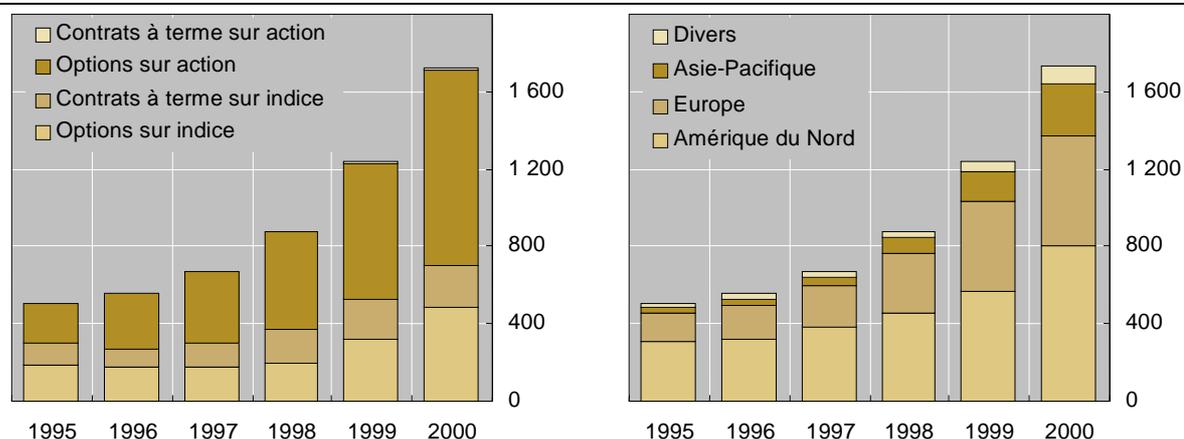
Dérivés négociés sur les marchés organisés: évolution récente des contrats sur actions

Durant la deuxième moitié des années 90, la tendance haussière des cours des actions s'est accompagnée d'une expansion rapide des dérivés correspondants sur les marchés organisés^①. Concentrée sur un petit groupe de contrats, cette croissance a également bénéficié de la création de nouveaux types de produits. Le présent encadré examine l'évolution récente des différents groupes d'instruments liés aux actions et décrit les principales innovations.

Le graphique ci-dessous montre que la progression des dérivés sur actions sur les marchés organisés est principalement attribuable aux options sur actions individuelles, surtout sur les places d'Amérique du Nord (où elles font l'objet d'un négoce actif depuis près de trente ans^②) et d'Europe (où leur développement est récent). Les contrats sur indices boursiers, en revanche, ont progressé moins rapidement, et essentiellement sur les marchés d'Asie et d'Europe. Sur les places d'Amérique du Nord, leur volume a peu augmenté, malgré l'abondance de nouveautés et le gonflement du nombre de contrats résultant d'une diminution de leur taille.

Contrats sur actions, marchés organisés

En milliers de contrats



Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

Les places organisées ont consacré d'importantes ressources à l'élaboration de nouveaux types de contrats sur actions, ce qui peut s'expliquer par plusieurs facteurs: signes indiquant que les instruments sur indices existants avaient atteint un stade de maturité; désir de mettre à profit l'élargissement de la base d'investisseurs (étant donné, notamment, le développement des régimes de pension privés et la multiplication des petits actionnaires); demande d'instruments mieux adaptés aux besoins. La vive concurrence du gré à gré, qui limite les possibilités d'introduction de nouveaux contrats sur taux et sur devises, a pu également jouer un rôle. Les innovations les plus marquantes sont passées en revue ci-après.

Long-term equity anticipation securities (LEAPS). Options américaines à long terme sur actions individuelles et indices boursiers, lancées par CBOE en 1990. Elles ont une échéance pouvant aller jusqu'à 3 ans, au lieu de quelques mois pour les options classiques, et deviennent fongibles avec celles-ci lorsque leur échéance résiduelle coïncide. Leur valeur diminue moins vite, de sorte que les investisseurs disposent de plus de temps pour prendre les décisions concernant leurs positions.

^① Cette évolution n'apparaît pas dans les statistiques en dollars produites par la BRI, qui ne couvrent que les contrats sur indices boursiers. Les données concernant les options sur actions individuelles ne sont pas encore disponibles; leur production nécessiterait la mise au point d'un système de déclaration très détaillé capable de suivre un grand nombre de transactions.

^② Leur création, par CBOE, remonte à 1973, bien avant celle des premiers dérivés sur indices boursiers, lancés respectivement en 1982 et 1983 par KCBT et CBOE.

Low exercise price options (LEPOS). Options européennes dont le prix d'exercice est fixé à un niveau très proche de zéro. Elles ont été introduites en Suisse au début des années 90 pour contourner les difficultés liées au droit de timbre frappant les transactions sur titres et créer un mécanisme de transfert des risques pour les actions difficilement négociables. Comme elles sont très fortement dans le cours, elles constituent pour les investisseurs une exposition quasiment équivalente à celle sur les titres sous-jacents (ou sur une transaction à terme), à ceci près qu'elles ne donnent droit ni aux dividendes ni au vote.

Flexible exchange listed options (FLEX options). Options lancées par CBOE en 1993, en réponse à une demande croissante de caractéristiques plus variées de la part des investisseurs institutionnels et à la vive concurrence du gré à gré. Généralement destinées à de grosses transactions, elles permettent aux investisseurs de personnaliser plusieurs éléments des options sur actions individuelles ou indices boursiers, par exemple prix d'exercice, date d'expiration et mode d'exercice. Toute innovation entraîne la création d'une nouvelle série d'options, inscrite alors à la cotation.

Contrats à terme et options sur indices sectoriels et régionaux. En augmentation rapide depuis quelques années, ces produits permettent de prendre des positions sur des segments de marché étroits et de conduire des stratégies d'arbitrage entre ces segments. Le dynamisme des valeurs technologiques, dans la seconde moitié des années 90, a entraîné le lancement d'une large gamme d'instruments sur indices. L'arrivée de l'euro a également suscité la création de plusieurs contrats sur indices paneuropéens, dont le but est de profiter du report d'activité des valeurs domestiques sur les références européennes^③. Leur principal avantage est de permettre aux opérateurs de prendre des positions transfrontières faisant intervenir un appel de marge unique et une seule chambre de compensation.

Contrats à terme et options en ligne destinés à la clientèle de détail. Ces instruments, introduits en 1997 par CME (E-mini S&P 500), se caractérisent par leur taille inférieure à celle des principaux contrats sur indices - ce qui les rend plus accessibles aux petits investisseurs (appels de marge moins élevés) - et par leur négociation en ligne. Ils ont généralement remporté un immense succès et représentaient près de 25%, en valeur, de l'ensemble des contrats sur indices boursiers de la place au dernier trimestre 2000.

Contrats à terme sur actions individuelles. Récemment, les marchés se sont plus particulièrement intéressés aux contrats à terme sur action. Ainsi, en novembre 2000, Euronext en a lancé huit sur des valeurs-vedettes néerlandaises et LIFFE vingt-cinq, en janvier 2001, sur des valeurs phares américaines et européennes (contrats Universal Stock Futures). Les grandes places des États-Unis ont également annoncé des projets dans ce domaine. Ces instruments devraient augmenter la liquidité des marchés au comptant et dérivés, notamment en fournissant un nouveau moyen de couverture des options correspondantes. Il est intéressant de noter, toutefois, qu'ils ne se sont imposés nulle part. Aux États-Unis, leur négoce a été interdit au début des années 80, par crainte qu'ils n'accroissent indûment la volatilité des actions sous-jacentes^④. Même là où ils ont été introduits dans les années 90 (en Australie, Espagne et Suède), ils ne se sont guère développés. Ce manque d'intérêt pourrait être dû à l'efficacité des marchés à terme (avec les contrats sur variation de cours, par exemple) ou à la capacité des opérateurs de reproduire synthétiquement de tels contrats au moyen d'options négociées sur marchés organisés^⑤. La levée récente de l'interdiction qui les frappait aux États-Unis pourrait favoriser leur succès.

^③ Kostas Tsatsaronis: «Tarification des actions de la zone euro: les pratiques de place devancent les structures institutionnelles», *Rapport trimestriel BRI*, mars 2001, pp. 14-15.

^④ La SEC et la CFTC ont exprimé la crainte que les contrats à terme sur actions ou titres de dette d'un émetteur unique n'exercent un effet indésirable sur le marché au comptant sous-jacent. En décembre 1981, les deux agences ont conclu un accord selon lequel la CFTC n'agrèerait aucun contrat à terme sur titre d'une collectivité locale, ni sur titre enregistré en application du Securities Act de 1933. L'accord Shad-Johnson de 1982 contenait une interdiction temporaire des contrats à terme sur action, qui a été levée en décembre 2000 par le vote du Commodity Futures Modernization Act.

^⑤ Un investisseur peut synthétiser un contrat à terme en acquérant une option d'achat et en cédant une option de vente ayant même prix d'exercice (et même delta). Si elle est plus coûteuse et complexe qu'une transaction sur contrat à terme, une telle stratégie offre une plus grande souplesse à l'investisseur, puisqu'elle lui permet de réagir à tout moment à une variation de la volatilité d'une des options en intervenant sur l'une ou l'autre.