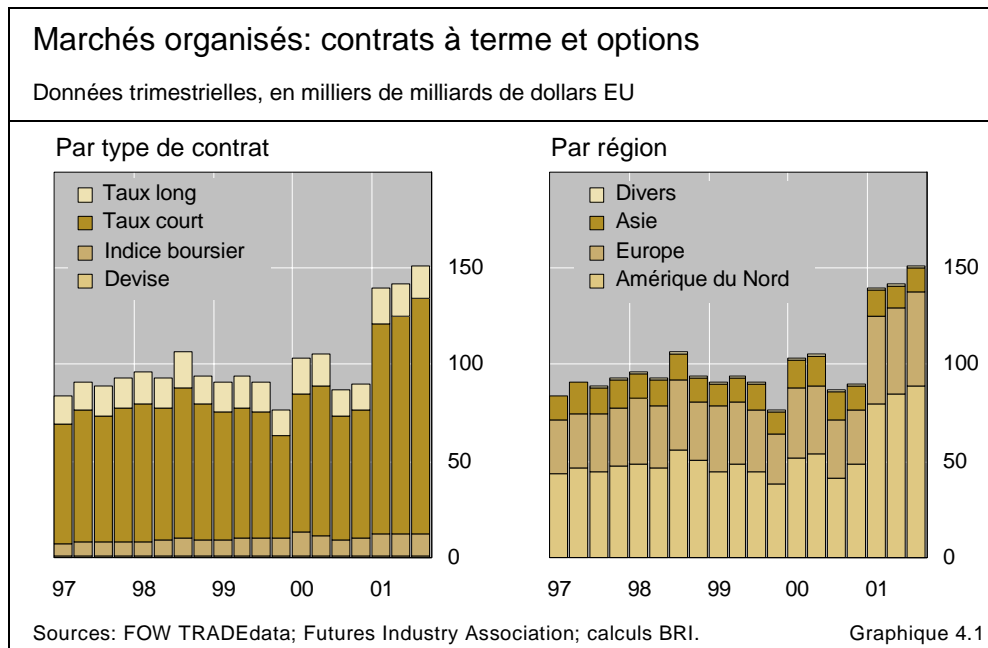


4. Marchés dérivés

Le volume total des dérivés négociés sur les marchés organisés a atteint un nouveau record au troisième trimestre 2001, la valeur notionnelle des contrats recensés par la BRI ayant progressé de 6%, à \$150 000 milliards. Alors que l'activité a été globalement assez faible en juillet et août, les attentats du 11 septembre sur des sites symboliques aux États-Unis ont entraîné une accélération. En outre, plusieurs des tendances récentes ont persisté. Ainsi, le dynamisme exceptionnel des contrats du marché monétaire américain, les deux trimestres précédents, dans un contexte de détente monétaire et de modification des pratiques de gestion des risques, s'est confirmé. En revanche, pour les autres contrats, tels ceux sur obligation d'État et indice boursier, le négoce est resté généralement terne.

Pour les dérivés de gré à gré, les dernières statistiques semestrielles de la BRI sur les positions agrégées indiquent un léger redressement au premier semestre 2001, l'encours augmentant de 4%, à \$98 800 milliards. Si le rythme d'expansion s'est ralenti depuis début 2000, certains segments, comme les contrats d'échange de taux en dollars EU, restent dynamiques.



Dans le compartiment monétaire, préférence pour les options, en raison d'une accélération des refinancements hypothécaires

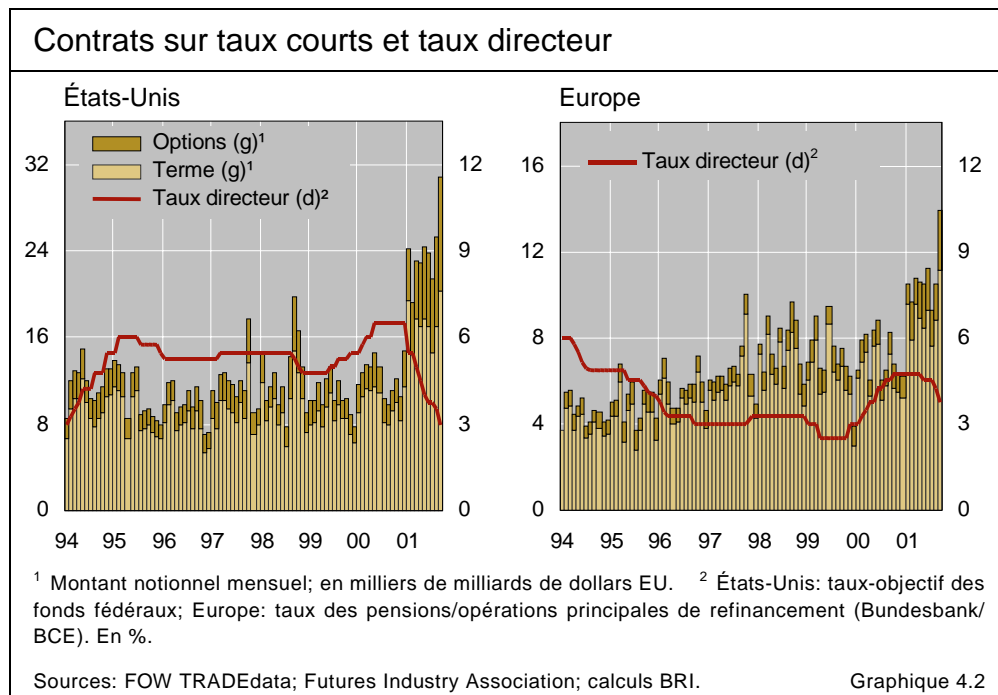
Sur les marchés organisés, la progression des produits de taux s'est accélérée au troisième trimestre 2001, l'encours augmentant de 7% (après 1%), à \$137 900 milliards. Une fois encore, les instruments à terme du marché monétaire se sont distingués, avec une hausse de 9%, à \$122 100 milliards.

Le volume de contrats à terme du marché monétaire, qui s'est accru de 2%, à \$88 500 milliards, est exceptionnellement élevé depuis le début de l'année, pour plusieurs raisons conjoncturelles et structurelles. La détente monétaire aux États-Unis a constitué l'un des principaux facteurs temporaires: à mesure que les espoirs de reprise s'estompaient, les opérateurs ont de plus en plus misé sur de fortes réductions des taux directeurs, ce qui a favorisé l'activité sur taux courts américains. De même en Europe: avec l'apparition de signes de faiblesse économique, les instruments sur taux courts euro et livre sterling ont connu une évolution semblable, quoique moins prononcée.

Le compartiment monétaire a en outre été soutenu par les attentats du 11 septembre, qui ont entraîné une forte incertitude sur le marché. Les importantes liquidités injectées par les banques centrales ont intensifié les anticipations de détente monétaire, ce qui a entretenu les transactions. Situés à Chicago, les principaux marchés américains de contrats à terme ont connu moins de difficultés de fonctionnement que les marchés au comptant; ils auraient même bénéficié du report de certaines opérations de couverture et de prise de positions sur taux courts¹.

Les contrats sur instruments de court terme sont favorisés par les réductions des taux directeurs ...

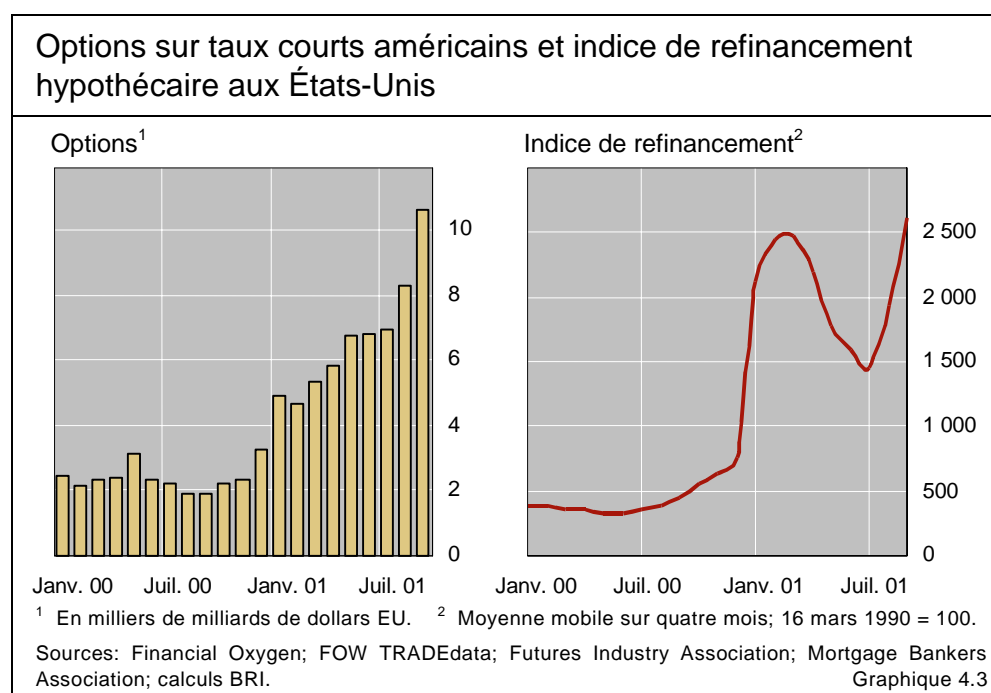
... et par les perturbations consécutives aux attentats



¹ CBOT et CME ont suspendu le négoce de leurs contrats sur titres à revenu fixe le 11 septembre et sont restés fermés le lendemain. Les opérations ont repris le 13 septembre, pour une séance écourtée.

Le troisième trimestre a également été caractérisé par une augmentation très rapide du volume des options sur contrats du marché monétaire (+33%, à \$33 600 milliards). Particulièrement dynamiques sur les places américaines depuis le début de l'année, ces options semblent avoir profité en partie des mêmes facteurs que leurs supports. En outre, leur évolution paraît étroitement liée à celle du marché hypothécaire américain. Les sociétés de crédit hypothécaire et les détenteurs de titres adossés à des hypothèques (TAH), préoccupés par une possible accélération des remboursements anticipés en cas de nouvelle baisse des taux longs, ont, depuis le début de l'année, accru leur demande d'options d'échange (taux fixe reçu contre taux variable payé dans le cadre d'un contrat d'échange)². Les intermédiaires offrant ces options d'échange ont ensuite couvert leurs positions courtes en prenant des options sur le gré à gré et les marchés organisés. Le négoce d'options sur taux courts semble avoir globalement suivi l'activité du marché hypothécaire américain, où les demandes de refinancement ont atteint un niveau record en fin de trimestre.

Les refinancements hypothécaires stimulent les options du marché monétaire américain



² Les investisseurs en TAH sont exposés à un important risque de remboursement anticipé (ou «risque de convexité»), puisque les débiteurs dans le cadre des hypothèques sous-jacentes peuvent rembourser par anticipation, par exemple pour se refinancer à des conditions plus favorables en cas de baisse des taux longs. Ces remboursements conduisent à leur tour les émetteurs de TAH à les amortir avant échéance à mesure que le lot d'hypothèques sous-jacentes diminue. Afin de se protéger contre un raccourcissement de la durée de leur portefeuille et une perte de leurs revenus d'intérêts, les détenteurs de TAH peuvent acheter des options d'échange leur permettant, en cas de remboursement anticipé des titres en leur possession, de recevoir des paiements à taux fixe dans des conditions convenues à l'avance.

Les acteurs jouant sur l'effet de levier sont plus actifs dans le compartiment court ...

La vigueur des instruments du marché monétaire américain peut également refléter d'autres facteurs temporaires. Certains opérateurs ont remarqué que les acteurs jouant sur l'effet de levier, notamment ceux dont la stratégie consiste à profiter de la dynamique du marché, étaient très actifs dans le compartiment court depuis quelques mois, achetant des contrats eurodollar en phase de redressement du marché³. Ces intervenants trouvent les contrats à terme plus attrayants que les titres au comptant, car ils leur permettent: a) de limiter au maximum leur exposition de bilan; b) de réduire les risques de financement associés à d'éventuels resserrements des lignes de crédit sur pensions; c) d'éviter le risque idiosyncrasique de pressions temporaires sur les taux («spéciaux») des pensions⁴.

... dont le dynamisme reflète également des forces plus profondes

Toutefois, la bonne tenue du compartiment court reflète probablement, en outre, des facteurs structurels plus profonds, comme l'abandon de la référence aux rendements du Trésor EU, par les divers opérateurs, au profit de celle du marché monétaire et des contrats d'échange, reposant sur le Libor (étude, page 49). À plusieurs reprises, le *Rapport trimestriel BRI* a souligné le rôle joué par les émissions internationales de titres à revenu fixe dans l'expansion des contrats d'échange de taux et, par conséquent, des contrats à terme eurodollar. Le fait que ces derniers aient conservé tout leur dynamisme, alors que les titres sous-jacents s'inscrivaient en repli (Marché des titres de dette, page 23), semble indiquer des modifications durables dans les pratiques de gestion des risques, voire l'arrivée de nouveaux participants⁵. À cet égard, des sources de marché ont observé que les sociétés de crédit hypothécaire et les investisseurs recourent de plus en plus aux contrats d'échange de taux, depuis quelque temps, pour gérer la duration de leurs portefeuilles de TAH⁶.

Nouvelle contraction des contrats sur obligations

Contrairement aux instruments du marché monétaire, les contrats de plus long terme ont diminué, quoique légèrement, pour le deuxième trimestre consécutif (-2%, à \$15 900 milliards). Ce tassement reflète sans doute l'étroitesse de la fourchette dans laquelle les taux longs ont évolué. En effet, même durant les semaines qui ont suivi le 11 septembre, les rendements des obligations d'État

³ Pour une analyse détaillée: Gerald Lucas et Joseph Schatz, «Futures vs cash volumes», *Merrill Lynch Fixed Income Strategy*, 24 août 2001.

⁴ Sur le marché des pensions, le terme «spécial» caractérise un taux au jour le jour ou à terme inférieur au taux du marché, sur des prêts adossés à des sûretés dont l'offre est peu abondante. Les opérateurs acceptant de fournir ces sûretés peuvent bénéficier d'une importante réduction sur leurs coûts de financement.

⁵ L'émission de titres à revenu fixe est généralement associée à une demande de contrats d'échange sur taux courts à des fins de couverture. Une baisse de la demande de ces contrats d'échange entraîne normalement une diminution correspondante des contrats à terme du marché monétaire, couramment utilisés pour les couvrir.

⁶ Question étudiée dans plusieurs numéros de *The global credit strategist*, revue bimensuelle de Credit Suisse First Boston.

ont baissé beaucoup moins que ceux du marché monétaire, ce qui peut s'expliquer par deux facteurs: des anticipations de reprise économique en fin d'année et la crainte que l'assouplissement budgétaire aux États-Unis ne creuse le déficit public et, par conséquent, ne ramène l'État à une situation d'emprunteur net.

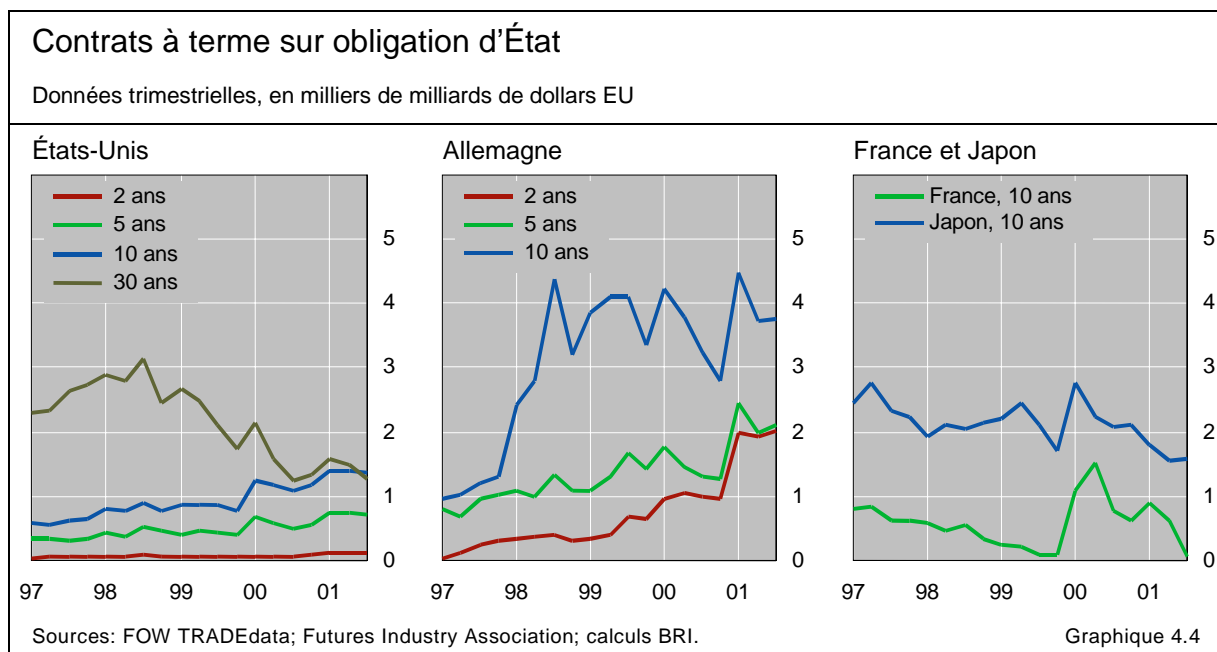
Si, au deuxième trimestre, Eurex avait enregistré la contraction la plus marquée (-14%), c'est CBOT (-8%) qui est principalement responsable du repli au troisième. Le négoce, particulièrement faible aux États-Unis en juillet, s'est légèrement redressé en août, en raison d'une hausse de la volatilité. L'activité a été stimulée par les attentats durant les deux dernières semaines de septembre, mais a diminué sur le mois, du fait de la fermeture de CBOT pendant deux jours. Dans l'ensemble, tous les instruments sur obligations et autres titres d'État ont perdu du terrain. Seul le contrat sur valeur du Trésor 2 ans a progressé (de 5%), son sous-jacent étant largement utilisé pour prendre des positions en anticipation des décisions de la Réserve fédérale.

Malgré les perturbations qui ont affecté le marché du Trésor EU, les dérivés sur taux longs américains ont confirmé certaines tendances. L'incertitude entourant le statut de l'obligation d'État 30 ans a continué de freiner les transactions au comptant et sur dérivés. Après s'être brièvement redressé aux premier et deuxième trimestres, le contrat à terme correspondant s'est donc à nouveau contracté (-15%). Les instruments sur valeur du Trésor 10 ans, qui ont beaucoup moins diminué (-2%), l'ont remplacé au premier rang des contrats américains de long terme.

Sur Eurex, les contrats sur obligations d'État allemandes ont progressé de 5%. Leur volume a fortement augmenté à la suite des attentats et certains observateurs ont partiellement attribué cette hausse au fait que les intervenants ont délaissé les références américaines pour celles du marché allemand. L'expansion s'est concentrée sur les échéances 2 et 5 ans (*Euro*

Poursuite du repli des contrats sur obligations d'État américaines ...

... mais progression pour les obligations allemandes à 2 et 5 ans



Schatz et Euro Bobl), ce qui confirme l'acceptation croissante des titres d'État allemands de moyen terme comme références européennes. Simultanément, les limites de position fixées par Eurex pour ses contrats sur obligation d'État ainsi que les déclarations de Finanzagentur (nouvel organisme de gestion de la dette publique) indiquant son intention d'empêcher tout assèchement du marché semblent avoir réussi à éviter ce type de dysfonctionnement.

Assèchement de
l'Euronotionnel
français

Sur Matif (Euronext Paris), en revanche, l'Euronotionnel, depuis de nombreuses années en tête des contrats obligataires français, a enregistré une nouvelle contraction sévère (-90%). Des analystes l'ont attribuée à la fermeture, en septembre, de Matif Intervention Bancaire (MIB), structure de soutien du marché mise en place fin 1999. La création de MIB avait entraîné une reprise de l'activité en 2000 mais, avec un déplacement de la liquidité vers les contrats sur obligations d'État allemandes Eurex, il était devenu de plus en plus difficile d'effectuer des opérations de gros montant sur la place française. Cette évolution confirme, une fois de plus, que la liquidité tend à se concentrer sur un petit nombre d'instruments et que, en règle générale, un seul contrat d'une échéance donnée peut subsister dans une même zone horaire. Par ailleurs, Matif a institué un teneur de marché pour son nouveau contrat sur obligation d'État 5 ans, instrument qui semble promis à un meilleur avenir, puisque l'échéancier de la dette publique française devrait se raccourcir.

Sur LIFFE, enfin, le tout récent Swapnote en euros a continué de progresser (près de 30%) (pour plus de détails: *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2001). Il convient toutefois de noter que le négoce des contrats de ce type demeure faible, puisqu'ils représentent moins de 2%, en valeur, des contrats à terme sur obligations d'État allemandes.

Repli des contrats sur indices boursiers, malgré les turbulences

Baisse de l'activité
sur indices
boursiers ...

Le volume des contrats sur indices boursiers a diminué de 4%, à \$11 600 milliards. S'il a connu un vif essor en Europe et dans la région Asie-Pacifique (respectivement +13% et +18%), il a fortement régressé en Amérique du Nord (-15%). Pour le deuxième trimestre consécutif, les options ont dépassé les contrats à terme.

Dans l'ensemble, l'activité a reflété la volatilité des marchés, augmentant progressivement au cours du trimestre, à mesure que les indicateurs macroéconomiques décevants et les avertissements sur résultats ébranlaient les marchés des actions. La volatilité s'est fortement accrue fin août, au moment où les avertissements de Sun Microsystems et Corning ont fait tomber le Dow Jones au-dessous de 10 000 pour la première fois depuis avril. Par la suite, les attentats ont suscité une profonde incertitude. Les transactions sur indices boursiers américains ayant été interrompues le reste de la semaine, le négoce s'est brutalement intensifié dans les autres pays et plusieurs places européennes ont enregistré de nouveaux records journaliers. À leur réouverture, le matin du 17 septembre, les marchés dérivés des États-Unis ont connu une animation sans égale, avec l'exécution des ordres de vente accumulés. Le repli global de 15% des places nord-américaines sur le

... malgré
les records
atteints après
le 11 septembre

trimestre n'a cependant pas résulté uniquement des perturbations consécutives au 11 septembre: les volumes mensuels de juillet et août ont été bien inférieurs à ceux des trois mois précédents. Sans les quatre jours de fermeture des marchés américains, les contrats sur indices boursiers auraient certes atteint un volume plus élevé sur le trimestre, mais cela n'aurait probablement pas empêché leur contraction.

Gré à gré: légère progression au premier semestre 2001

Les chiffres provisoires de l'enquête semestrielle BRI sur le gré à gré mondial indiquent un léger rebond au premier semestre 2001, l'encours notionnel total étant estimé à \$98 800 milliards fin juin 2001, en hausse de 4% par rapport à fin décembre 2000. L'expansion s'est ralentie, mais certains segments restent très dynamiques.

L'encours des contrats sur devises et sur taux a augmenté de respectivement 8% et 4%, tandis qu'il est demeuré stable pour les instruments liés aux actions. Une divergence de rythme de progression apparaît entre le gré à gré et les marchés organisés, où la position ouverte sur contrats de taux et sur indices boursiers (les deux catégories les plus négociées) s'est accrue de respectivement 39% et 28%. Si elle se prolonge, cette hausse rapide marquera une importante rupture avec les années 90, où le gré à gré se développait généralement plus vite que les marchés organisés.

Divergence entre marchés organisés et gré à gré

Les derniers chiffres laissent également penser que la concentration du secteur financier a moins d'influence sur le niveau global d'activité que sur les parts respectives des contreparties. En effet, certains opérateurs estimaient que la fusion J.P. Morgan-Chase, fin 2000, réduirait l'encours total en dollars EU⁷. Or, celui-ci a fortement augmenté. En revanche, les fusions permettent probablement d'expliquer le ralentissement de l'expansion des positions entre courtiers dans les compartiments de taux et de devises.

La concentration du secteur financier modifie les parts respectives des divers utilisateurs

Les *instruments de taux* se sont accrus de 4%, à \$67 500 milliards. Trois grandes évolutions sont à signaler en ce qui les concerne. Premièrement, le négoce a été tiré par un redémarrage des contrats d'échange (compartiment de loin le plus important du gré à gré), dont l'encours a augmenté de 5%, à \$51 400 milliards. En revanche, les segments terme et options sont demeurés peu animés, progressant à peine. Deuxièmement, ces produits semblent utilisés par une gamme de plus en plus large de participants, comme le montre la hausse régulière, depuis 1998, des positions des établissements financiers non déclarants; ce schéma d'expansion contraste avec le tassement de l'activité des courtiers déclarants et la faiblesse des transactions avec la clientèle non financière. Troisièmement, le dollar EU rattrape rapidement son retard sur l'euro (graphique page 57).

Redémarrage des contrats d'échange de taux ...

... grâce à l'élargissement de la gamme des participants

⁷ Les fusions-acquisitions entraînent une élimination des transactions bilatérales et, par conséquent, une réduction de l'encours.

Instruments dérivés de gré à gré¹

Encours, en milliards de dollars EU

	Montant notionnel				Valeur de marché brute			
	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin	Fin déc.	Fin juin
	1999	2000		2001	1999	2000		2001
Total général	88 202	94 008	95 199	98 835	2 813	2 572	3 180	3 114
Instruments sur devises	14 344	15 494	15 666	16 910	662	578	849	773
Terme sec et swaps cambistes	9 593	10 504	10 134	10 582	352	283	469	395
Contrats d'échange	2 444	2 605	3 194	3 832	250	239	313	314
Options	2 307	2 385	2 338	2 496	60	55	67	63
Instruments de taux ²	60 091	64 125	64 668	67 465	1 304	1 230	1 426	1 573
Terme	6 775	6 771	6 423	6 537	12	13	12	15
Contrats d'échange	43 936	47 993	48 768	51 407	1 150	1 072	1 260	1 404
Options	9 380	9 361	9 476	9 521	141	145	154	154
Instruments liés aux actions	1 809	1 645	1 891	1 884	359	293	289	199
Contrats à terme et d'échange	283	340	335	329	71	62	61	49
Options	1 527	1 306	1 555	1 556	288	231	229	150
Instruments sur marchandises ³	548	584	662	590	59	80	133	83
Or	243	261	218	203	23	19	17	21
Autres	305	323	445	387	37	61	116	62
Contrats à terme et d'échange	163	168	248	229
Options	143	155	196	158
Autres ⁴	11 408	12 159	12 313	11 986	429	392	483	486
Risque de crédit brut ⁵					1 023	937	1 080	1 019

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 Chiffres corrigés (par estimation) des 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.

Tableau 4.1

Essor rapide des
contrats d'échange
sur dollar EU avec
l'évolution des
pratiques de
couverture et
de négociation

De fait, le compartiment des contrats d'échange sur dollar EU a été particulièrement dynamique, l'encours augmentant de 22%, à \$15 900 milliards. Sa vive progression, ces dernières années, s'explique par une modification des pratiques de couverture et de négociation; la liquidité réduite des obligations d'État américaines à long terme a incité les opérateurs à rechercher des instruments plus efficaces, comme les contrats d'échange. De plus, de nouveaux participants sont arrivés, tels les sociétés américaines de crédit hypothécaire et les investisseurs en TAH (voir précédemment). La détente monétaire aux États-Unis a également favorisé l'activité de couverture et de prise de position.

Les contrats d'échange de taux sur euro ont renoué avec l'expansion après leur importante contraction du deuxième semestre 2000, l'encours augmentant de 7%, à \$17 600 milliards. Leur progression avait été rapide après la mise en place de la monnaie unique, car ils devenaient des références intéressantes pour les titres européens à revenu fixe. Le ralentissement observé depuis juillet 2000 laisse penser que ce processus d'ajustement touche peut-être à sa fin.

Expansion plus lente dans le compartiment de l'euro

L'encours en yens a régressé de 12%, à \$9 700 milliards. Ce recul, qui traduit sans doute l'anticipation d'une évolution des taux d'intérêt japonais à l'intérieur d'une étroite fourchette, va à l'encontre de récents rapports de presse indiquant que des banques nippones avaient pris d'importantes positions taux fixe reçu.

L'encours des *instruments sur devises* a augmenté de 8%, à \$16 900 milliards. La catégorie terme sec et swaps cambistes (la plus importante) a progressé de 4%, les options de 7% et les contrats d'échange taux et devises de 20%. Ces derniers n'ont cessé de s'étoffer depuis que la BRI collecte des données sur le gré à gré, car ils bénéficient de l'intense activité mondiale en prêts consortiaux et titres.

Le *secteur lié aux actions* est demeuré stable, à \$1 900 milliards, après sa vive expansion du semestre précédent. Le plus petit compartiment, *produits sur marchandises*, a diminué de 11%, à \$600 milliards.

La *valeur de marché brute* est estimée à \$3 100 milliards, en légère baisse, après son essor exceptionnel du deuxième semestre 2000 (+24%). Le ratio valeur de marché brute/montant notionnel est revenu de 3,3% à 3,1%.

Des chiffres plus détaillés sur l'encours mondial de contrats de gré à gré, provenant de l'enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés, font l'objet d'un communiqué de presse (décembre 2001). La nouvelle série triennale, qui couvre une plus grande gamme d'opérateurs, fournira également des informations sur les dérivés de crédit⁸.

Publication d'autres résultats de l'enquête triennale

⁸ Ces instruments ne sont pas couverts par l'enquête semestrielle sur le gré à gré.

Enquête des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés

Gabriele Galati et Serge Jeanneau

En avril 2001, 48 banques centrales et autorités monétaires ont participé à l'enquête triennale qui rassemble des données mondiales en volume sur les changes traditionnels (comptant, terme sec et swaps cambistes) et les dérivés de gré à gré sur devises et taux d'intérêt¹. En octobre, la BRI et les banques centrales participantes ont publié des résultats préliminaires². Les chiffres définitifs (volumes sur les changes, volumes et encours sur le gré à gré) devraient être diffusés par la BRI début 2002.

Cette enquête révèle que les transactions de change ont diminué de 19%, à cours de change courants, par rapport à avril 1998 (revenant de \$1 490 milliards à \$1 210 milliards), alors que les précédentes indiquaient une progression rapide (l'étude page 40 analyse les causes possibles du repli). Parmi les compartiments, c'est le comptant qui a le plus baissé. S'agissant des contreparties, les opérations interbancaires ainsi qu'entre banques et clientèle non financière ont fortement régressé, tandis que celles entre banques et clientèle financière ont augmenté.

En ce qui concerne les dérivés de gré à gré³, le volume journalier moyen des transactions s'inscrit à \$575 milliards, en augmentation de 53% par rapport à avril 1998. L'enquête fait apparaître à cet égard un contraste entre contrats sur devises, qui régressent (de 31%, à \$67 milliards), et sur taux, qui continuent de progresser rapidement (de 85%, à \$489 milliards). Cette expansion, essentiellement attribuable aux contrats d'échange (+114%, à \$331 milliards), reflète un approfondissement des compartiments du dollar EU et de l'euro.

Marchés mondiaux des changes et des dérivés de gré à gré¹

Volume journalier moyen en avril, en milliards de dollars EU

	1995	1998	2001
Changes	1 190	1 490	1 210
Comptant	494	568	387
Terme sec	97	128	131
Swaps cambistes	546	734	656
Dérivés de gré à gré	200	375	575
Contrats d'échange de devises	4	10	7
Options sur devises	41	87	60
Contrats à terme	66	74	129
Contrats d'échange de taux	63	155	331
Options sur taux	21	36	29

¹ Données corrigées des doubles recensements (locaux et transfrontières).

² Données sur les encours de gré à gré collectées fin juin 2001 et résultats préliminaires publiés en décembre 2001. ³ Les statistiques nationales sont corrigées des doubles recensements locaux entre courtiers et les chiffres mondiaux corrigés des doubles recensements locaux et transfrontières entre courtiers, puis ajustés, par estimation, pour tenir compte des lacunes dans la couverture. ⁴ Dérivés sur devises «non traditionnels» - tels les contrats d'échange et options taux et devises - et tous les dérivés de taux.