

Par le Centre de recherche sur la gestion (Cereg) – université Paris-Dauphine

De l'importance des spécifications des contrats à terme boursiers sur obligations d'Etat

Par Carole Gresse, professeur

Les contrats à terme sur taux d'intérêt à long terme ont pour actif sous-jacent une obligation fictive, dite emprunt notionnel, dont les caractéristiques, et notamment le taux de coupon, sont définies par les autorités du marché à terme. Cette obligation fictive n'étant pas livrable, des obligations d'Etat cotées au comptant sont choisies pour être livrées à sa place, si nécessaire, à l'échéance du contrat.

Les obligations éligibles à la livraison, ou obligations du gisement, sont sélectionnées pour que leurs caractéristiques s'approchent au plus près de celles de l'obligation notionnelle. Cependant, elles diffèrent toujours légèrement du notionnel en coupon et en maturité, et donc en taux de rendement actuariel. Afin de les rendre équivalentes au notionnel lors de la livraison, un facteur correctif propre à chaque obligation est appliqué à la valeur de liquidation du contrat à terme. Ces facteurs de concordance sont calculés en actualisant les flux de l'obligation livrable au taux de coupon du notionnel. Ce mode de calcul, pratiqué notamment par Euronext-Liffe et par le CBOT, repose sur l'hypothèse forte que la courbe des taux d'intérêt longs est plate et d'un niveau égal au taux du notionnel. L'absence de vérification de cette hypothèse rend imparfaite l'équivalence et crée des écarts de coût de livraison entre les titres du gisement, certains titres étant moins chers à livrer que d'autres. Plus précisément, l'un d'entre eux apparaît comme étant le moins cher à livrer et, grâce à la présence des arbitragistes, son cours détermine alors celui du contrat à terme.

Lorsque le taux de coupon du notionnel est proche des taux du marché, les écarts de coût de livraison induits par les facteurs de concordance restent minimes et

choisir de livrer l'obligation la moins chère ou une autre obligation du gisement n'a pas d'impact financier significatif. En revanche, les différences de coût de livraison sont élevées si les taux longs diffèrent substantiellement du taux de coupon du notionnel, ou si la pente de la courbe des taux longs est fortement différente de zéro. Cette situation peut inciter certains opérateurs de marché à exercer des pressions sur la livraison du contrat à terme. En particulier, une manipulation possible consiste à acheter en grandes quantités l'obligation la moins chère à

Des manipulateurs jouent sur les écarts de coût de livraison des titres.

livrer et le contrat à terme dans le but de faire monter leurs cours jusqu'à ce qu'ils s'alignent sur la valeur de la deuxième obligation la moins chère à livrer. A la liquidation, les vendeurs de contrats à terme n'ont alors d'autre choix que de livrer des titres plus chers, et les manipulateurs de marché enregistrent une plus-value sur les obligations et sur les contrats à terme. Les profits réalisés sont d'autant plus élevés que la différence initiale entre les valeurs de livraison des emprunts du gisement est grande.

Dans un article de recherche, J.J. Merrick, N.Y. Naik et P.K. Yadav analysent un épisode de pression à la livraison de ce type, avéré sur le Liffe, sur le contrat Long Gilt échéance mars 1998. A cette époque, alors que le coupon notionnel du contrat Long Gilt était fixé à 9 %, les taux actuariels des emprunts d'Etat britan-

niques avaient décliné à environ 7 % en septembre 1997, puis aux alentours de 6 % en mars 1998. A partir des cours des obligations d'Etat et du contrat à terme, et de données privées de transactions et de positions d'intermédiaires de Bourse, collectés sur six mois, de septembre 1997 à mars 1998, ils apportent des preuves empiriques sur le comportement stratégique de deux catégories d'agents :

- des manipulateurs de marché, dénommés «squeezers», ayant constitué d'importantes positions longues en contrat à terme échéance mars 1998 et en obligation la moins chère à livrer sur le marché du comptant et sur le marché du repo ;
- des spéculateurs contraires, les «contrarians», qui, ayant détecté la tentative de pression à la livraison, parient sur son échec et prennent des positions courtes sur le contrat à terme.

L'histoire donna raison aux «contrarians» car la Banque d'Angleterre mit fin aux manipulations en prêtant des obligations d'Etat à taux 0 %.

Dans l'article, les auteurs mesurent les profits espérés des manipulateurs et quantifient les conséquences négatives de leur action sur l'efficience et sur la liquidité des marchés. Ils constatent un assèchement important de la liquidité sur le marché obligataire, qui met en péril la bonne fin des livraisons sur le marché à terme et sur le marché du repo. Sur le contrat à terme et sur l'obligation la moins chère à livrer, ils observent des distorsions de prix conséquentes par rapport aux prix efficients, et soulignent que la surcote du contrat à terme est nuisible aux opérations de couverture. Leurs résultats plaident en faveur de plusieurs mesures préventives, dont la plus importante est l'alignement du coupon notionnel des contrats à terme d'emprunts d'Etat sur les taux du marché ■