newsletter

eurex

Eurex Newsletter N° 17/Décembre/Janvier 1999/2000 Zurich – Francfort/Main

Quel avenir pour les bourses ?

Extraits d'une table ronde organisée lors du Congrès sur les produits dérivés d'actions et la gestion du risque co-parrainé par le Chicago Board of Trade et Eurex qui s'est tenu le 7 septembre 1999 au Four Seasons Hotel à Londres.

contenu

1-4 Quel avenir pour les bourses ?

5 Mise en service de la compensation des futures sur Euribor négociés de gré à gré

5 Formations & Stages
Session de formation Janvier et Fevrier

6 Nouvelles
+++ Nouvelles +++

Patrick Young : Les bourses ont-elles encore un avenir ? A priori, je dirais non. Car nous voyons aujourd'hui émerger un nombre croissant de réseaux électroniques interconnectés (ECN ou Electronic Crossing Network) meilleur marché et de plus en plus facile d'accès entre autres systèmes de cotation électroniques. Les bourses ont-elles encore un rôle à jouer ? Sont-elles simplement trop chères ? Faut-il réorienter l'activité de gré à gré vers les bourses, ou serait-il plus judicieux de permettre aux transactions boursières de basculer vers les ECN et ainsi de « passer de gré à gré », en offrant simplement une infrastructure de compensation pour faciliter le travail de tout un chacun ?

John Harding : Le Chicago Board of Trade existe depuis 150 ans : le rayer de la carte me semble un peu prématuré. L'alliance avec Eurex entre dans sa phase finale et elle donnera naissance au premier système mondial en termes de volumes d'échanges.
Il ne faut pas sous-estimer l'infrastructure sous-jacente des bourses à la criée, en particulier face aux ECN : 10 millions de dollars suffisent pour créer une corbeille. Le fonds du problème est de savoir quelle sera la nature de la concurrence ? Lorsque vous interrogez des opérateurs qui négocient des contrats à terme d'instruments financiers, c'est l'écart acheteur/vendeur et non pas la commission ou les frais qui constitue le coût réel. Voilà le véritable coût d'une transaction. Et de fait, tous les autres aspects sont secondaires comparés à celui-ci.

Tout le monde n'est pas convaincu que la révolution électronique va se propager aussi rapidement aux Etats-Unis qu'elle n'a déferlé sur l'Europe en raison de l'importance des réseaux de télécommunications et plus généralement des infrastructures dédiées à la criée aux Etats-Unis.

La criée pourrait bien perdurer pendant encore des années. Or l'objectif du CBoT est de se couvrir en ayant un pied dans chaque camp. Si la cotation électronique fait son apparition dès demain, le CBoT disposera d'un système électronique de pointe ; si ce n'est pas le cas, tant pis.

Patrick Young : Le facteur coût est peut-être déterminant. Mais je ne vois pas comment le CBoT et autres pourraient entretenir à la fois un environnement à la criée et un environnement électronique et ce, tout en offrant un service

suite page 2

économique à l'utilisateur final. Je suis convaincu qu'ils peuvent offrir un service de qualité, mais à un prix concurrentiel, çà c'est une autre question. Le Liffe offrait une qualité d'exécution incomparable pour les contrats à terme Bund, mais il a tout perdu au profit d'Eurex meilleur marché à qualité égale.

John Harding : L'histoire montre qu'il est extrêmement difficile de transférer des volumes d'une bourse vers une autre. Le Bund constitue le seul contre-exemple probant. Et je ne suis pas sûr que quelqu'un peut répondre à la question suivante : cette stratégie aurait-elle fonctionné s'il s'était agit d'une bourse allemande négociant des produits allemands en concurrence avec la bourse britannique ?

Ralf Dreyer : Chez Eurex, nous pensons que les marchés à terme ont un avenir et qu'ils peuvent très bien résister à la concurrence. L'interconnexion par le biais de partenariats avec des marchés déjà bien établis tels que Soffex et HEX ou leprojet de partenariat entre Eurex et le CBoT nous a permis d'élargir notre position face à la concurrence. Eurex possède déjà plus de 5.000 terminaux dans 16 pays, en dehors de l'Allemagne. Le partenariat entre Eurex et le CBoT donnera naissance au marché le plus liquide du monde où se négocieront des produits phares d'une très grande liquidité tels que le T-Bond et le future sur Bund. Oui, nous sommes compétitifs et il y a de bonnes chances à ce que nous le restions. Par ailleurs, Eurex est bien placé pour attirer les opérations de gré à gré grâce à des supports comme les transactions de blocs ou sur la base de contrats notionnels.

Joe Kolman : Le marché hors-cote n'a-t-il pas rendu les choses trop opaques ?

Douglas Shaw : Pas de mon point de vue. Je fais 98% de mes transactions sur les marchés boursiers, et chaque fois que je m'oriente vers le hors-cote, on me répond « d'accord, mais tout dépend de qui vous couvre sur le parquet du Liffe ». Les marchés ne sont absolument pas cloisonnés. Lorsque le Matif a fait le choix de l'électronique, cela n'a rien changé pour moi. Simplement, au lieu d'envoyer l'ordre à la corbeille, je l'adresse à quelqu'un qui négocie sur un écran ou via Internet. Ce qui importe, c'est que les bourses proposent des nouveaux contrats adaptés aux besoins de leurs clients.

Ralf Dreyer : J'aimerai vous exposer, à titre d'exemple, notre stratégie avec l'option sur le DAX® en 1997. Nous avions constaté l'émergence d'un nombre sans cesse croissant de copies de l'option sur le DAX® sur les marchés de gré à gré d'une part, et d'un énorme besoin du marché pour des blocs plus importants d'autre part. Nous avons examiné notre marché en nous demandant si un support de trans actions de blocs d'options sur indices réduirait la liquidité du cahier d'ordres régulier et la transparence des transactions en bourse. La réponse était « non », d'après nos opérateurs. Après le lancement de ce nouveau service, nous avons constaté qu'il existait des volumes supplémentaires en l'absence de tout effet pervers sur la liquidité du marché régulier.

Richard Bolchover : L'un des problèmes réside dans le fait que les bourses ne sont pas gérées par les utilisateurs finaux. Ainsi, au Royaume-Uni, les principaux opérateurs des marchés de gré à gré sont également les propriétaires des bourses, ce qui génère un conflit d'intérêt qui va dicter l'évolution des ces dernières. Si les bourses passaient aux mains de sociétés d'in-

Participants

Patrick Young	Directeur du magazine Applied Derivatives Trading diffusé sur Internet, et auteur de Capital Markets Revolution
John Harding	Vice-président chargé de la recherche-développement, Chicago Board of Trade
Joe Kolman	Directeur de Derivatives Strategy
Ralf Dreyer	Eurex, Product Development
Chris Hall	Senior trader chez Saratoga
Douglas Shaw	Head of Derivatives Investment, Gartmore Investment Management PLC
Richard Bolchover	Membre du Conseil d'administration de Close Fund Management
Ian Morley	Membre du Conseil d'administration d'AIB Govett Asset Management

vestissement avec un véritable droit de cité quant à l'orientation de l'activité, elles seraient beaucoup mieux positionnées. Au Royaume-Uni, les grands acteurs indiciels ont créé une société qui court-circuite la bourse et les teneurs de marchés. Il est grand temps de donner un coup de pied dans la fourmilière.

Joe Kolman : Comment est perçu le projet BrokerTec qui associe des banques d'affaires de premier plan dans le but de développer un écran commun sur lequel il sera possible de négocier tous les contrats de produits dérivés du monde ? L'idée semble viable... en théorie.

Patrick Young : Lorsque BrokerTec a approché toutes les bourses du monde, il semblait demander aux plus importantes de rédiger son plan d'affaires. S'agit-il d'un marché viable ou d'une sorte d'instrument de pression instauré par Goldman Sachs et consorts pour faire pression sur les bourses ? Difficile à dire.

Le concept est réaliste. Mais l'an dernier, Cantor Fitzgerald a rendu visite à la plupart des futurs membres de Brokertec avec un projet qui aurait abouti à quelque chose de très semblable ; or ils avaient décidé de ne pas le soutenir. Et voilà que six mois plus tard, ils décident de lancer BrokerTec. Un aspect stratégique des plus intéressants.

John Harding : Cantor a échoué aux Etats-Unis. Il bénéficiait d'un large soutien à Wall Street, mais le problème c'est que Wall Street ne né-gocie pas avec lui-même. Les marchés ne fonctionnent pas sur le principe que Salomon Brothers déshabille Goldman Sachs et inversement. Ils fonctionnent grâce aux véritables utilisateurs finaux : les fonds de pension, les gérants de portefeuille, etc. qui utilisent les marchés pour créer de la valeur ; or cette valeur découle soit de la liquidité soit de la compensation, deux facteurs pour lesquels l'utilisateur final est prêt à payer sous la forme de l'écart acheteur/vendeur.

Ralf Dreyer : Je pense que le développement des ECN atteste la fin du débat sur le pour et le contre des bourses à la criée et des marchés électroniques.

Les ECN qui poussent actuellement comme des champignons comportent des risques non négligeables pour l'ensemble du marché, au premier rang desquels sa fragmentation qui engendre un manque de liquidité et de transparence, ainsi qu'une inadéquation des prix. Mais quoi qu'il en soit, les bourses phares, surtout américaines, qui avaient jusqu'à présent sous-estimé le potentiel de réussite des systèmes de cotation électronique, doivent aujourd'hui prendre le train en marche.

Joe Kolman : Il y a quelques années, le Chicago Board Options Exchange et d'autres bourses pensaient pouvoir concurrencer le marché hors-cote à l'aide d'options sur mesure. Pourquoi ces produits ont-ils échoué ?

Ralf Dreyer : J'ai le sentiment qu'en ce qui concerne les options sur mesure du CBOE, l'idée émanait de la bourse plutôt que des opérateurs. A l'époque, le CBOE considérait le hors-cote comme un marché concurrent et non complémentaire comme c'est aujourd'hui le cas pour la plupart des marchés organisés. Du point due vue des bourses, le marché de gré à gré s'apparente à un iceberg dont la partie émergée correspond au segment hors-cote d'ores et déjà largement normalisé et qui constitue à ce titre une cible potentielle pour les bourses. Or, la demande des marchés pour une réduction des besoins en capital et une optimisation des flux, qui apparaît désormais réalisable en compensant les positions au comptant, à terme et de gré à gré à l'aide de structures multilatérales, présente des perspectives beaucoup plus intéressantes.

Chris Hall : Pour récupérer une partie des transactions de gré à gré, les bourses doivent proposer les mêmes produits que le hors-cote. Nous avons essayé de faire pression sur le Liffe pour étendre le contrat sur mesure d'un produit à deux ans, exercice et échéance indéfinis à cinq ans parce que la plupart des produits FTSE négociés de gré à gré à l'époque portaient sur trois à cinq ans. Aujourd'hui, le Liffe envisage sérieusement de coter ce qui se négocie actuellement hors-cote. Je ne veux pas que mes transactions passent hors-cote mais je veux pouvoir conclure une option identique, alors je demanderai peut-être à négocier une option sur mesure qui expire la veille. Il n'y a pas de raison que je ne puisse pas le faire.

Joe Kolman : Que se passera-t-il si vous tentez de le faire via le Liffe ?

Chris Hall : A vrai dire, si vous envoyez aujourd'hui une option sur mesure à la corbeille, elle ne sera cotée que par deux sociétés, parce que personne d'autre ne veut bien se donner la peine de le faire.

Douglas Shaw: J'ai aussi essayé çà, et j'ai eu beaucoup de mal à négocier ce que j'appelle une option Mickey Mouse – une option plain vanilla. Comme j'avais un peu de temps, j'ai rédigé une magnifique lettre à l'attention de Guy Simpkin au Liffe, en disant qu'il était temps de réagir. Les gens du Liffe ont beaucoup discuté avec les milieux londoniens sur les moyens d'améliorer les options sur mesure. Mais ils sont arrivés à la conclusion que les options sur mesure s'apparentent davantage à un produit de chambre de compensation qu'à un produit coté en bourse. Autrement dit, vous retrouvez sur le Liffe, les contreparties avec lesquelles vous auriez négocié de gré à gré. Vous transitez par les bureaux du Liffe pendant un millième de seconde avant d'être réorientés vers la chambre de compensation. A ce titre, le Liffe n'est rien d'autre que le portier de la chambre de compensation de Londres.

Chris Hall : Pour les sociétés comme la nôtre, Saratoga, petite société locale de teneur de marché d'options, la compensation joue un rôle essentiel. Nous avons beaucoup à apporter au marché de gré à gré. Avec tout le respect que je dois aux grandes banques, nous négocions 35% du volume des options sur FTSE, et nous cotons mieux que Goldman Sachs. Mais nous ne pouvons pas accepter les lignes de crédit de quelqu'un d'autre. Goldman Sachs se moque peut-être qu'une contrepartie refuse de payer 20 millions pendant six mois, mais pour nous c'est vital. Nous ne pouvons coter que si une bourse se porte garante.

Richard Bolchover : Je pense que les bourses n'ont pas été assez loin. Elles n'ont fait qu'une partie du chemin. Négocier en bourse présente un double avantage : a priori et a posteriori – en amont et en aval de l'opération. L'avantage a posteriori correspond au rôle de la chambre de compensation. Mais l'avantage a priori, c'est de garantir la transparence des cotations. Or le Liffe n'offrait que le second et pas le premier. C'est donc un pas dans la bonne direction, mais ça ne suffit pas.

Ian Morley : Je suis surpris que la plupart des transactions de gré à gré – peut-être même 90% – correspondent en fait à des opérations plain vanilla, l'exotisme étant l'exception à la règle. La majorité d'entre elles devraient être facilement transposables sur les bourses.

Lorsqu'elles ont fait leur apparition, les options sur mesure me faisaient penser aux premiers modèles Ford. Tous étaient disponibles mais uniquement en noir. Or, on doit pouvoir en faire des produits véritablement sur mesure avec un peu d'imagination.

D'une certaine manière, il faut faire abstraction de l'opacité. Parce d'abord, je ne veux pas négocier un volume important et que le monde entier soit au courant avant même que j'ai demandé une cotation. Si l'on peut résoudre ce problème et rendre les produits sur mesure véritablement utilisables et disponibles, je pense qu'ils pourront capturer une très large part du marché.

Douglas Shaw : S'il s'agit d'un marché public, comment opérer sans publicité ?

Ian Morley : J'ai soulevé le problème, mais je n'ai pas la solution.

Douglas Shaw : Les bourses ne seront jamais en mesure de répondre à ce type de demandes. Elles resteront les arbitres neutres qu'elles ont toujours été. Elles n'ont rien de plus à offrir qu'un terrain de rencontre où se concluent les opérations.

Ian Morley : Je pense que le glas des bourses à la criée va sonner. Reste à savoir quand. Leur survie passe par la compensation. Si elles parviennent à se transformer en chambres de compensation, à transférer et à diversifier le risque de contrepartie, c'est-à-dire l'essence même d'une chambre de compensation, elles pourront protéger leurs clients de manière efficace d'un risque de contrepartie unique. C'est peut-être là que se trouve la clé de leur pérennité.

Mise en service de la compensation
des futures sur Euribor négociés de gré à gré

Eurex est le premier marché à offrir un service de négociation de blocs hors-cote pour les produits monétaires

Eurex a élargi son offre de compensation aux contrats négociés de gré á gré :

Les membres peuvent régler leurs **opérations de gré à gré sur contrats Euribor** à un et trois mois par l'intermédiaire de la chambre de compensation d'**Eurex** depuis le 22 novembre 1999.

Eurex proposera un service entièrement électronisé de **négociation de blocs de contrats à terme de gré à gré** au cours du second semestre 2000. D'ici là, **Eurex** Clearing AG assurera le traitement manuel des données d'opération.

La quotité minimale est de 100 contrats par transaction négociée. Aucun frais ne sera prélevé sur les **transactions de blocs OTC** jusqu'à la fin de l'année. A partir de janvier 2000, la commission s'élèvera à 0,25 euros par contrat.

Formation & Stages Eurex

Situation au 4. Décembre 99

Sessions de formation marché des dérivés

	Formation	Janvier	Février
Examen de négociateur	Stage de préparation à l'examen de négociateur Eurex	10.01.2000 **C** 11.01.2000 **C** 24.01.2000 **C** 25.01.2000 **C**	07.02.2000 **L** 08.02.2000 **L** 09.02.2000 **P** 15.02.2000 **C** 16.02.2000 **C**
	Examen de négociateur Eurex	17.01.2000 **H** Wk. of Jan. 18 **C** 24.01.2000 **N** 26.01.2000 **L** 27.01.2000 **L** Wk. of Jan. 31 **C** 31.01.2000 **P**	07.02.2000 **N** 14.02.2000 **H** 16.02.2000 **L** 17.02.2000 **L** 21.02.2000 **P** Wk. of Feb. 28 **C**
Formation sur l'utilisation du système	Eurex Technical Member Training		02.02.2000 **L**
	Formation fonctionnelle des membres Eurex	19.01.2000 **C/L** 26.01.2000 **P**	08.02.2000 **F** 09.02.2000 **L** 15.02.2000 **P** 16.02.2000 **C**
	Formation sur l'utilisation du système de compensation Eurex	20.01.2000 **C/L** 27.01.2000 **P**	09.02.2000 **F** 10.02.2000 **L** 16.02.2000 **P**
	Refresher Clearing Workshop Perfectionnement compensation	21.01.2000 **C/L** 28.01.2000 **P**	11.02.2000 **L** 17.02.2000 **P**
	Clearer Test Attestation des aptitudes professionelles du personnel Back-Office	17.01.2000 **H** 25.01.2000 **C/L**	01.02.2000 **P** 14.02.2000 **H** 15.02.2000 **L** 22.02.2000 **P**
	Formation sur la sécurité Eurex		14.02.2000 **L** 18.02.2000 **P**

C Chicago **F** Frankfurt **H** Helsinki **L** London **N** New York **P** Paris

+++ nouvelles +++

+++ Eurex suspend la cotation et radie le contrat à terme MDAX (FMX) +++ La fenêtre de livraison du contrat à terme Euro-Bobl passe de 3,5–5 ans à 4,5–5,5 ans +++ Règle de jour férié pour le 6 janvier 2000 +++ Nouvelles brochures Eurex +++

Eurex suspend la cotation et radie le contrat à terme MDAX (FMX)
La direction d'Eurex a décidé le 27 octobre 1999 de radier le contrat à terme sur MDAX à effet du 20 décembre 1999. Cette décision intervient après la recommandation formulée dans ce sens par le groupe de travail Négociation Actions/produits sur indices.

Sous réserve de l'approbation du conseil de la Bourse et du comité directeur d'Eurex, la radiation du contrat à terme sur MDAX entraîne la suppression de l'article 2.1.5 des conditions de négociation et de compensation ainsi que du tarif à effet du 20 décembre 1999. La direction a en outre décidé de suspendre avec effet immédiat la cotation des séries du FMDX à échéance du mois de décembre 1999 sans open interest. Cette décision est motivée par la baisse constante tant des volumes d'échanges que de l'open interest : le volume quotidien moyen ne porte que sur 30 contrats depuis le début de l'année.

N'hésitez par à contacter Peter Sack pour plus d'information :
T +49 (0)69-21 01-53 16

La fenêtre de livraison du contrat à terme Euro-Bobl passe de 3,5 – 5 ans à 4,5 – 5,5 ans
A la lumière de la recommandation de son groupe de travail « Produits de taux » le 29 septembre 1999, Eurex a décidé de modifier la fenêtre de livraison du contrat à terme Euro Bobl qui passe de 3,5–5 ans à 4,5–5,5 ans. A compter de la mise en circulation du contrat de septembre 2000, Eurex Clearing AG ne livrera plus que les seuls contrats Euro-Bobl portant sur des emprunts émis par la République fédérale d'Allemagne et la Treuhandanstalt présentant une durée résiduelle de 4,5 à 5,5 ans.

La modification des contrats à terme Euro-Bobl entraîne une adaptation systématique de l'intervalle d'échéance des transactions basées sur un contrat notionnel (BTF), qui entrera également en vigueur avec la mise en circulation du contrat de septembre 2000, ainsi que la modification de l'option sur contrat à terme Euro-Bobl, qui prendra effet le 23 février 2000 avec le lancement de l'option sur l'échéance septembre 2000.

Cette décision résulte du fait que le panier de livraison « qui coûte le moins cher à livrer » (CTD) ne comporte actuellement que les emprunts aux échéances les plus courtes à la lumière de la relation entre le rendement du marché et le rendement notionnel du coupon. L'échéance du CTF correspondant à celle du contrat à terme, l'échéance du contrat Euro-Bobl est concrètement réduite à environ 3,5 ans. Or, le décalage de la fenêtre de livraison permet de porter l'échéance du contrat à terme à cinq ans environ. De ce fait, le contrat à terme Euro-Bobl sera de nouveau en mesure de jouer efficacement son rôle d'instrument de couverture et de référentiel pour le segment à moyen terme.

N'hésitez par à contacter Nadja Urban pour toute information complémentaire :
T +49 (0)69-21 01-51 05

Règle de jour férié pour le 6 janvier 2000
Le 6 janvier 2000 est férié en Finlande. Aucun produit finlandais ne sera coté ce jour-là qui ne constituera pas non plus une date de valeur pour les produits finlandais.

De même, le 1er juin 2000 (Ascension) ne sera ni un jour de valeur ni un jour de bourse pour les produits finlandais et suisses.

Pour plus d'information, n'hésitez pas à contacter notre Assistance téléphonique :
T +49 (0)69-21 01-12 50
ou encore Robert Orth :
T +49 (0)69-21 01-50 32
et Ernst Karbe :
T +41 (0)1-229-24 70

Nouvelles brochures Eurex
Viennent de paraître :
Eurex System Trading –
A quick Reference Guide (en anglais uniquement)
Formations Eurex –
1er semestre 2000

Ces brochures sont disponibles auprès de notre Service Publications:
T +49 (0)69 21 01-15 10

© Eurex,
Décembre/Janvier
1999/2000

Editeur :
Eurex Communications

Eurex Zürich AG
Selnaustrasse 30
CH-8021 Zürich

Eurex Frankfurt AG
Börsenplatz 7–11
D-60313 Frankfurt/Main

www.eurexchange.com

Numéro de commande :
E2F-012-1299

Pour commander des exemplaires supplémentaires veuillez vous adresser à :
T +41 (0)1-229 29 89
F +41 (0)1-229 29 90

T +49 (0)69-21 01-15 10
F +49 (0)69-21 01-15 11

Eurex®, DAX®, MDAX®, SMI®, sont des marques déposées.
STOXX® est une marque déposée de STOXX Limited.