

1. [Accueil](#)
2. Entity Print

Document de travail

[Marchés financiers](#)

# Trading stratégique, profitabilité et prix dans les marchés de contrats à terme

22 Octobre 2021

Auteurs : [Hugues Dastarac](#)

**Document de travail n°841.** Les produits dérivés sont conçus pour améliorer le partage du risque au sein des marchés financiers. Toutefois, parmi ceux-là, les contrats à terme de type *forward*, *futures* et *swap* apparaissent redondants avec l'actif sous-jacent : acheter l'actif et le stocker est équivalent à l'acheter à terme. Nous montrons que la concurrence imparfaite dans un marché dynamique crée une incomplétude de marché, ouvrant des gains à l'échange de contrats à terme ; mais de façon surprenante, à l'équilibre, les agents qui échangent ces contrats ont une rentabilité moindre par rapport au cas où ces contrats ne sont pas disponibles. Pour atténuer leur impact sur les prix, les acheteurs (vendeurs) d'un actif retardent une partie de leurs transactions, ce qui les expose à une hausse (baisse) du prix futur : les acheteurs (vendeurs) souhaiteraient donc acheter (vendre) des contrats à terme. Mais lorsque ces contrats sont introduits, les agents souhaitent aussi influencer le prix spot au terme du contrat pour en accroître le rendement : ce qui conduit les acheteurs (vendeurs) à vendre (acheter) le contrat à terme. De plus, en dépit de l'absence de segmentation du marché qui empêcherait l'arbitrage, le prix du contrat à terme peut être au-dessus ou en-dessous du prix spot contemporain.

Les contrats à terme de type *forward*, *futures* et *swaps* sont omniprésents sur les marchés des titres, des devises et des matières premières. Ces contrats dérivés permettent aux opérateurs d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent à une date future à un prix convenu à l'avance : lorsque le prix futur de l'actif n'est pas prévisible, cela permet de couvrir les opérateurs contre les mouvements de prix défavorables pour les transactions futures. Les swaps sont des portefeuilles de futures de différentes échéances.

Les contrats à terme sont souvent utilisés par des agents qui ne peuvent pas faire de transactions aujourd'hui : par exemple, un producteur de blé souhaite se couvrir contre l'incertitude quant au prix auquel il vendra sa récolte avant de semer, une entreprise internationale souhaite se couvrir contre le risque de change concernant des revenus ou des dépenses futurs, etc. Si cela était possible, les agents pourraient aussi bien acheter ou vendre leur actif immédiatement, et ils seraient parfaitement couverts sans avoir recours aux contrats à terme.

Mais il existe des cas importants, notamment les grands marchés d'obligations souveraines, où les contrats à terme sont négociés alors que les agents peuvent a priori négocier l'actif immédiatement. Par exemple, sur les marchés sûrs des obligations d'État (États-Unis, Allemagne, France, ...), il est possible de négocier avec des contraintes relativement limitées : il est possible d'emprunter des fonds pour acheter une obligation en la mettant en garantie pour le prêteur ; de nombreuses échéances sont disponibles pour les investisseurs ayant

une telle préférence sans avoir à attendre l'émission ; et les marchés au comptant peuvent absorber de très grandes quantités. Pourtant, les contrats à terme sont massivement négociés : aux États-Unis, il y a toujours eu entre 1 500 et 2 000 milliards de dollars de contrats à terme sur le Trésor en circulation au cours des trois dernières années. Une explication partielle est que certains investisseurs exploitent l'écart entre les prix des contrats à terme et les prix au comptant (arbitrage), mais cela n'explique pas pourquoi les contrats à terme sont négociés avant même l'arbitrage.

Par conséquent, s'il est facile d'acheter ou de vendre une obligation souveraine immédiatement, pourquoi les investisseurs utilisent-ils les contrats à terme ? Leur introduction est-elle souhaitable ?

Cet article fournit une explication théorique à cette question, et constate notamment que 1) les contrats à terme diminuent la rentabilité globale des opérateurs, et 2) les contrats à terme et leur actif sous-jacent se négocient à des prix différents, bien qu'aucun investisseur ne soit empêché de négocier sur l'un ou l'autre marché.

Un premier résultat est qu'une incomplétude du marché, c'est-à-dire une situation où les opérateurs souhaiteraient négocier des produits dérivés, est créée par une concurrence imparfaite. Lorsque les opérateurs sont en situation de concurrence imparfaite, c'est-à-dire lorsqu'ils se soucient de l'impact de leurs transactions sur les prix d'équilibre, ils choisissent de découper les quantités qu'ils veulent acheter ou vendre en petits morceaux à exécuter successivement. Ce comportement est largement observé dans la pratique. En retardant ainsi les transactions, les opérateurs s'exposent également au risque que le prix évolue lorsqu'ils négocient plus tard : les acheteurs craindraient alors que le prix augmente, et les vendeurs que le prix diminue. Si les contrats à terme étaient introduits, les acheteurs de l'actif sous-jacent pourraient être disposés à acheter des contrats à terme aux vendeurs de l'actif sous-jacent : cela rationalise l'utilisation des contrats à terme sur des marchés comme celui des obligations souveraines sûres.

Mais lorsque les contrats à terme sont introduits, ils ne sont pas échangés afin de partager le risque. Les opérateurs négocient plutôt les contrats à terme dans une direction opposée à leurs besoins de couverture : en effet, ils veulent également influencer le gain du contrat à terme, qui est la différence entre le prix au comptant à l'échéance du contrat à terme et le prix à terme auquel le contrat a été fixé. Pour ce faire, ils modifient leur stratégie de négociation de l'actif sous-jacent afin d'influencer le prix au comptant à l'échéance du contrat à terme.

Comme les contrats à terme ne sont pas utilisés pour le partage des risques, ils peuvent ne pas lisser les revenus des traders ; ils ont donc un impact négatif sur leur rentabilité ajustée au risque. Cependant, cela n'appelle pas nécessairement une réglementation supplémentaire de la part des autorités des marchés financiers. En effet, dans ce modèle, les traders sont supposés être de grande taille, et tous sont affectés négativement, de sorte qu'ils peuvent concevoir des règles par eux-mêmes, par exemple dans le cadre du marché à terme.

Enfin, je montre que le contrat à terme peut se négocier en dessous ou au-dessus de l'actif sous-jacent, sans supposer de coût de stockage ou de taux d'intérêt non nul. Ce qui est surprenant, car un investisseur pourrait alors acheter l'actif le moins cher (sous-jacent ou contrat à terme) et vendre simultanément le plus cher, bloquant ainsi un profit sans risque tout en faisant converger les deux prix. De tels violations de la loi du prix unique sont presque toujours justifiés par le fait que certains opérateurs sont contraints de ne pas négocier sur l'un ou l'autre marché, et par la capacité limitée de ceux qui peuvent négocier sur les deux marchés à exploiter la différence. Par exemple, dans la théorie de Keynes sur la déportation normale, les spéculateurs achètent des contrats à terme aux producteurs de matières premières et ne peuvent pas négocier sur le marché au comptant. Mais certains négociants en matières premières contemporains font explicitement référence au commerce simultané sur le marché au comptant et à terme comme une source de profit. Si les contraintes commerciales peuvent certainement expliquer une partie des écarts observés, la concurrence imparfaite sur les marchés où il y a de gros négociants pourrait bien être une autre explication valable, comme le suggère ce modèle.

## **Télécharger l'intégralité de la publication**

[Document de travail n°841. Trading stratégique, profitabilité et prix ... \(PDF - 1 Mo\)](#)