

L'INFO



TOUTE L'ACTUALITÉ DES PROFESSIONNELS DE LA BOURSE & DE LA FINANCE

DOSSIER :

Les marchés dérivés à l'épreuve de la crise

EDITO

Taxe sur les bonus, réforme de la taxe professionnelle, contribution pour la supervision financière, ... en ce début 2010 les mesures fiscales s'abattent sur le secteur financier français ! Si chacune peut trouver sa justification, il n'est pas possible d'ignorer que leur accumulation handicape très gravement l'attractivité de la Place de Paris, à l'encontre de tous les efforts réalisés ces dernières années, et cela au moment même où Paris bénéficiait d'une opportunité historique face à Londres, certes affaiblie mais dont la force gravitationnelle a pourtant continué de croître.

Le souci de répondre à l'attente d'une opinion publique en « désamour » avec sa finance constitue une explication, sinon une justification. Il faut pourtant oser s'interroger sur le profit que nous tirerons collectivement lorsque les activités de marché, créatrices d'emplois et de revenus pour le Budget de l'Etat, mais surtout totalement essentielles pour le financement de l'économie et l'allocation de l'épargne, seront exercées ailleurs plutôt qu'ici.

On peut regretter les lenteurs et le consensus large qu'impose la régulation d'un secteur financier globalisé. On ne peut pour autant nier la réalité des profondes réformes aujourd'hui engagées et les modifications structurelles qui vont en découler. Il est vrai toutefois que ces réformes sont d'une technicité bien aride qui se prête peu à l'expression d'une volonté politique affirmée !

Pierre de Lauzun

Délégué général de l'AMAFI

NEWS > INTERNATIONAL - EUROPE - FRANCE

P 2-4, 7

DOSSIER

P 5-6

TRAVAUX DES COMITÉS ET DES GROUPES

P 7

FISCALITÉ

P 8

➤ Les marchés dérivés à l'épreuve de la crise

Accusés d'avoir contribué à la crise financière, les dérivés sont aujourd'hui l'objet de l'attention de tous les régulateurs. Focus sur des marchés indispensables à l'économie mais encore trop méconnus.



Il n'y a pas d'activité économique sans risque. Parce qu'ils sont avant tout des mécanismes financiers de couverture des risques, les dérivés sont parfaitement indispensables à l'économie. Tous les régulateurs d'ailleurs le reconnaissent aujourd'hui. Ainsi la Commission européenne note-t-elle dans sa communication du 3 juillet 2009 présentant les réformes qu'elle envisage : « *Personne n'aime prendre des risques. Aussi est-il utile de pouvoir les répartir. C'est la fonction des produits dérivés. Ils répartissent ou redistribuent les risques ; ils peuvent être utilisés comme protection (couverture) contre un risque particulier ou comme outil permettant de prendre des positions spéculatives. En particulier, des entités commerciales (compagnies aériennes, constructeurs etc) utilisent les produits dérivés pour couvrir le risque d'augmentation du prix des matières de base qu'elles utilisent dans leurs activités, ce qui leur permet de mieux planifier leurs besoins futurs* ». Mais les dérivés sont aussi le moyen, pour celui qui a couvert partiellement ou totalement ses risques, de retrouver une capacité d'investir dans d'autres projets.

Une sécurité insuffisante des transactions OTC

En réalité, les dérivés représentent une variété très large de produits divers répondant à des profils, des techniques et des lieux d'échange très différents qui tous ont pour particularité de permettre de se prémunir de la hausse ou de la baisse d'un actif sous-jacent. Seule une partie bien spécifique d'entre eux est aujourd'hui mise en cause dans la responsabilité de la crise. On distingue généralement deux types de dérivés, les produits fermes (contrats futures, swaps) et les produits optionnels (options, warrants). Les contrats futures sont des contrats imposant l'obligation à l'acheteur d'acheter et au vendeur de vendre une quantité définie d'un actif sous-jacent à un prix et à une date convenus lors de la signature. A l'inverse, l'acheteur d'une option d'achat (call) ou de vente (put) donne la possibilité, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre une quantité définie d'actif sous-jacent moyennant le versement d'une prime à un prix et à une date déterminés. L'ensemble de ces dérivés se répartit sur deux catégories de marchés. Les marchés réglementés où s'échangent des « dérivés listés », standardisés, qui par nature, sont des marchés transparents

et sécurisés par l'intervention d'une contrepartie centrale (ou chambre de compensation). Et puis il y a les marchés « OTC » (*Over the counter*), de gré à gré, où des produits souvent créés pour les besoins particuliers d'un client, s'échangent avec une transparence faible et une sécurisation qui repose sur des mécanismes bilatéraux entre participants. Selon une étude publiée par la Commission européenne, les transactions sur dérivés OTC ont atteint un montant d'encours de 700 000 milliards de dollars en 2008 contre moins de 100 000 milliards de dollars s'agissant des transactions sur les marchés organisés. Ce sont précisément ces dérivés OTC qui ont été mis en cause lors de la crise financière. Outre le nombre et la diversité des marchés OTC, celle-ci a révélé en effet qu'un volume très significatif de transactions échappait globalement à la surveillance des régulateurs, qu'elles s'effectuaient hors des circuits sécurisant des chambres de compensation - susceptibles de garantir les contreparties - et dans des conditions de transparence peu satisfaisantes. Parmi des dérivés OTC, l'attention s'est particulièrement focalisée sur une partie d'entre eux, ceux que l'on nomme les CDS (*Credit default swaps*). Un CDS est un contrat par lequel un vendeur de protection s'engage, moyennant la réception d'une prime, à dédommager l'acheteur en cas de défaut de solvabilité d'une entité, un établissement financier par exemple. Or, les risques couverts par les CDS ne sont pas aussi lisibles que les actions, taux d'intérêt etc. dont dépend le prix de dérivés plus classiques. Par conséquent, lorsque les risques liés aux *subprimes* véhiculés via les outils de titrisation dans l'ensemble des établissements financiers ont été identifiés, lesquels risques avaient été couverts par un recours massif aux CDS, l'ignorance de la situation réelle des établissements concernés et la menace de faillites en chaîne ont déclenché une crise de confiance et l'effondrement du marché de ces produits. C'est ainsi que trois acteurs majeurs sur les marchés de dérivés, Bear Stearns, Lehman Brothers et AIG se sont retrouvés en grande difficulté. L'ignorance de l'étendue de leur exposition au risque, aggravée par l'interdépendance créée par ces produits, ont suscité la défiance des autres acteurs du marché et l'assèchement des liquidités. Si l'utilité des marchés de CDS n'est pas aujourd'hui remise en cause, ils ont été fragilisés par la crise.



3 QUESTIONS À PATRICE BLANC, CHIEF EXECUTIVE OFFICER, NEWEDGE

> Que pensez-vous du procès intenté aux dérivés depuis la crise et en particulier aux CDS ?

La crise a suscité beaucoup d'effets d'annonce mais peu de véritables réflexions sur les causes réelles du sinistre. Il n'est donc pas inutile de rappeler qu'à l'origine, c'est une politique de prêts immobiliers hasardeuse aux Etats-Unis qui est la cause de tout. Les CDS ont servi à couvrir ces risques et certains acteurs, il est vrai, en ont abusé. Il faut souligner toutefois que ce ne sont pas tous les dérivés qui sont mis en cause, mais certains d'entre eux. Que les régulateurs aient la volonté d'apporter plus de sécurité et de transparence en rapprochant le régime des dérivés OTC de celui des dérivés listés est évidemment une bonne chose. Mais je ne suis pas certain que le système soit plus sûr aujourd'hui pour autant.

> Les mesures prises seraient donc insuffisantes ?

Imposer le recours à une chambre de compensation est une bonne idée mais ce n'est pas suffisant car cela risque de déplacer le risque de contrepartie sur ces institutions. Les chambres de compensation ont besoin d'être suffisam-

ment capitalisées pour faire face à ce risque et devront aussi être régulées. Il est nécessaire d'établir les règles de gouvernance qui permettront à une majeure partie des intervenants de participer au marché, et qui permettront au marché de bien évaluer le prix du risque. Il est important de noter également que le Comité de Bâle a publié en décembre de nouvelles règles au sujet des exigences de fonds propres pesant sur les établissements qui utilisent ce type d'instrument. Ces règles entreront en application fin 2012, et fixent la part de capital nécessaire aux banques pour traiter ces produits.

> A votre avis, comment vont évoluer les marchés de dérivés listés sur lesquels vous intervenez ?

Il faut souligner que les produits simples, type plain vanilla ont très bien résisté, ils sont restés toujours liquides même au plus fort de la crise. On estime que les principaux marchés des dérivés listés ont vu leur volume de contrats diminuer d'environ 17% à fin novembre 2009 par rapport à 2008. Certains ont grimpé comme les dérivés sur equities et indices boursiers, d'autres ont baissé, par exemple les dérivés de taux. En même temps, la progression des marchés dérivés a été de 20% par an ces dix dernières années. Il faut donc relativiser la baisse de 2008. Il est difficile en l'état de faire des prévisions pour les mois à venir, mais la crise va sans doute reporter l'attention des investisseurs sur les dérivés simples, transparents, assurant un bon leverage, au détriment des OTC complexes.

Plus de transparence pour plus de sécurité

C'est la raison pour laquelle les régulateurs ont jugé nécessaire de revoir entièrement l'organisation des marchés dérivés OTC. L'objectif ? Aligner plus ou moins leurs conditions de fonctionnement sur celles des dérivés listés pour favoriser la transparence nécessaire à la surveillance des risques et accroître ainsi la sécurité. Sous la pression de la Commission européenne, les négociateurs de CDS se sont engagés, à compter du 31 juillet 2009, à recourir désormais aux chambres de compensation. « La mise en place de chambres de compensation constitue un élément essentiel de sécurité des marchés pour autant qu'elles soient suffisamment robustes pour remplir leur mission en cas de crise. Un des enjeux de la Commission européenne devrait donc être l'édiction de normes communes en Europe afin de s'assurer de la solidité des chambres de compensation » précise Emmanuel de Fournoux, Directeur Infrastructures de Place et réglementation prudentielle à l'AMAFI. Plusieurs acteurs ont immédiatement répondu présent, ICE Clear Europe et Eurex Credit Clear, dès la fin du mois de juillet et, plus récemment, LCH Clearnet SA. Cette évolution devrait limiter les risques de contrepartie. Mais ce n'est pas la seule réforme envisagée. En application des principes définis par le G20 de Pittsburg, l'Europe entend sécuriser les dérivés OTC en les normalisant, c'est-à-dire en les soumettant à des règles générales de fonctionnement par le recours à des contrats standards, mais aussi mettre en place des systèmes de stockage centraux (*central repositories*) ou encore automatiser les paiements et la gestion des

garanties. Autant d'évolutions qui déclenchent l'inquiétude des entreprises soucieuses de disposer de produits OTC adaptés à l'extrême diversité de leurs besoins à couvrir sans supporter le coût qu'induit la compensation. Ce risque de perte d'efficacité économique, les plus grandes sociétés industrielles européennes viennent de le faire savoir à la Commission de Bruxelles dans une déclaration commune du 6 janvier dernier.

Plus généralement, l'Union est actuellement en train de se doter d'une structure de surveillance macro-financière, un Conseil européen du risque systémique, afin d'éviter qu'à l'avenir les risques liés notamment aux dérivés ne deviennent une menace pour l'ensemble de l'économie. Plus de sécurité et de transparence, telles sont les leçons tirées de la crise au sein de l'Union. Les Etats-Unis ne sont pas en reste et envisagent dans leur vaste plan de réforme financière de faire traiter sur des plateformes tous les dérivés OTC standardisés. La loi est en cours d'examen au Congrès américain.

La Commission européenne a indiqué pour sa part qu'elle entendait coopérer avec les autorités américaines sur les marchés de dérivés afin de garantir la cohérence des politiques menées au niveau international. Une démarche nécessaire de convergence si l'on veut éviter que les acteurs de ces marchés très mondialisés que sont les dérivés ne choisissent la réglementation la plus favorable à leurs intérêts, ruinant ainsi les efforts réglementaires internationaux destinés à sécuriser la finance mondiale.

Olivia Dufour