

Une réforme en pointillé

John Kiff

LES TRANSACTIONS de gré à gré de produits dérivés — des instruments financiers liés, entre autres, à d'autres titres, des indices, des indicateurs, des produits de base et même d'autres dérivés — ont provoqué, ou tout du moins exacerbé, la récente crise financière mondiale, selon une version de l'histoire très répandue mais loin d'être universellement acceptée.

Que les dérivés de gré à gré portent ou non une grande responsabilité dans la crise mondiale, peu d'analystes contesteront que ces marchés — où les instruments sont négociés non pas sur une place boursière mais directement entre deux parties — ont tellement grossi en taille et en importance qu'il est nécessaire de les sortir de l'ombre et de les réglementer davantage.

Lors de leur sommet de 2009 à Pittsburgh, les dirigeants du Groupe des 20 économies de marché avancées et émergentes (G-20) ont appelé à une grande refonte de ces marchés, qui aurait dû être achevée fin 2012. Les réformes sont censées rendre les transactions de dérivés plus sûres et plus transparentes (en permettant aux autorités et aux investisseurs d'évaluer les pressions accumulées susceptibles de provoquer une explosion et des problèmes financiers plus étendus).

Mais plus de deux ans après la date butoir, aucun pays n'a pleinement mis en œuvre l'une quelconque de ces réformes, et certains n'ont même pas commencé. Le G-20 souhaitait notamment voir changer la manière dont chaque côté (appelé «contrepartie») traite avec l'autre dans la plupart des contrats dérivés. Au lieu d'une relation purement bilatérale, il voulait qu'une contrepartie centrale s'interpose entre les deux parties dans un processus dit de compensation centrale. Le G-20 demandait aussi que les transactions de gré à gré de nombreux dérivés passent sur des bourses ou des plateformes de négociation électroniques (systèmes permettant de négocier des instruments financiers sur Internet). Pour les contrats non compensés centralement, les dirigeants du G-20

proposaient d'augmenter le minimum de fonds propres imposé aux banques.

Dans beaucoup de cas, les réformes ont été retardées parce que les processus législatifs et réglementaires nécessaires pour les appliquer — notamment la coordination entre les pays — se sont révélés plus complexes que prévu. Certains États attendent que l'Europe et les États-Unis aient «accordé leurs violons» en la matière. Cet article fait le point sur l'avancement des réformes et les frictions apparues entre les pays.

Beaucoup de choix et de risques

Il existe une grande variété de dérivés, selon l'élément auquel leur valeur est liée et leurs caractéristiques structurelles. À la base, ce sont des contrats, comme des contrats à terme de gré à gré ou négociés en bourse, qui permettent à une contrepartie d'acheter ou de vendre un actif — du blé, une devise, du pétrole — à un prix donné à un moment donné pour figer les prix ou les

**La réorganisation
des marchés
des dérivés
de gré à gré
progresses, mais
beaucoup moins
vite que prévu**



Des opérateurs de marché à la Bourse de Chicago (États-Unis).

taux de change futurs. Mais certains dérivés sont des contrats à options compliqués comportant de nombreux déclencheurs et résultats, parfois se recouvrant et conditionnels.

Les dérivés peuvent être utiles à l'économie. Les entreprises et les pouvoirs publics utilisent ainsi des dérivés appelés swaps pour augmenter les possibilités d'investissement et d'emprunt et améliorer la prévisibilité de leurs recettes et dépenses. Les agriculteurs et les entreprises exploitant des ressources naturelles peuvent verrouiller les prix avec des contrats à terme sur des produits de base. Les compagnies aériennes ont recours à des dérivés énergétiques pour se couvrir contre les fluctuations des cours du pétrole. Ces types de contrats intéressent des utilisateurs finaux constituent la majorité des transactions sur un marché qui se chiffre à près de 700 billions de dollars (voir graphique).

La grande majorité des produits dérivés sont négociés de gré à gré (voir tableau) lorsque le volume des transactions est mesuré par l'encours des montants notionnels. Le montant notionnel est la valeur du principal sous-jacent du contrat dérivé, lequel fait généralement l'objet d'un paiement d'avance très inférieur, normalement fixé en pourcentage du montant notionnel. Le montant notionnel reflète aussi la quantité et le prix des actifs devant être livrés dans le cas de contrats à terme de gré à gré ou négociés en bourse. Par exemple, un contrat à terme de gré à gré qui prévoit la livraison de 10.000 litres de kérosène à 1 dollar le litre fixe le prix d'achat à 10.000 dollars même si les cours du pétrole augmentent avant la fin du contrat. Pour d'autres types de dérivés comme les swaps, le montant notionnel est la base sur laquelle les taux d'intérêt sont appliqués pour calculer les paiements périodiques obligatoires.

Outre le risque de marché lié au principal sous-jacent, les utilisateurs de dérivés sont exposés au risque de contrepartie — le risque qu'une contrepartie ne puisse pas payer lorsque la valeur de ses obligations envers l'autre contrepartie non défaillante dépasse le montant que cette dernière lui doit. La valeur de ces obligations change quand les taux, les prix ou les indices sous-jacents varient. Pour les dérivés négociés en bourse, les valeurs sont directement observables, mais dans le cas des contrats dérivés de gré à gré, qui souvent ne sont pas rendus publics, les valeurs doivent être estimées par des modèles mathématiques.

De plus, si deux contreparties sont liées par plusieurs contrats, une contrepartie non défaillante doit continuer à honorer ses obligations découlant de ses autres contrats avec la contrepartie défaillante. Il est possible d'atténuer ces risques en couvrant toutes les transactions par un accord-cadre permettant de tout solder en cas de défaillance de l'une des contreparties — c'est-à-dire que toutes les obligations de paiement contractuelles cessent, et les valeurs positives et négatives des contrats se compensent pour produire un seul montant net à régler.

Un moyen de réduire encore le risque de contrepartie consiste à demander une garantie (appelée marge) contre le risque d'insolvabilité et le risque résiduel (FMI, 2010), qui peut varier au jour le jour. La marge est en général composée d'espèces ou d'obligations d'État négociables.

Compensation centrale

Les paiements réguliers et les différentes activités de gestion des risques pendant la durée de vie d'un contrat dérivé sont des éléments de ce que l'on appelle la « compensation ». Dans les contrats bilatéraux, les activités de compensation se font directement entre les deux contreparties, tandis que, dans les transactions compensées centralement, des institutions financières spécialisées, appelées contreparties centrales, s'interposent entre les contreparties (appelées membres compensateurs). Le contrat entre les contreparties originales est remplacé par deux nouveaux contrats avec la contrepartie centrale, qui reprend les deux côtés de la transaction.

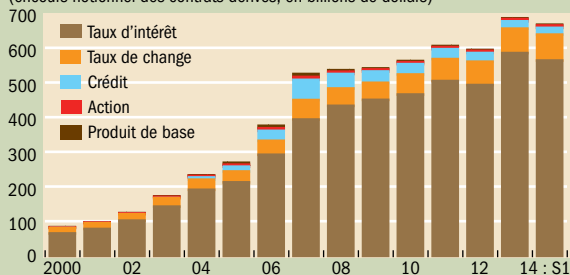
Les contreparties centrales peuvent améliorer la sécurité et l'efficacité du système financier. En effet, elles appliquent les meilleures pratiques de gestion des risques — comme la réévaluation quotidienne des contrats et l'obligation de verser une marge — et permettent de gérer plus facilement les défaillances des membres compensateurs. Par ailleurs, elles permettent une compensation multilatérale (par opposition à la compensation bilatérale décrite plus haut), ce qui peut réduire les risques de contrepartie systémiques. En cas de défaillance, les contreparties centrales peuvent contenir les craintes du marché de voir les défauts se propager par contagion en facilitant le transfert des positions et des marges des membres compensateurs défaillants aux membres compensateurs solvables (Gregory, 2014).

La capacité de la contrepartie centrale à contenir la contagion est l'une des principales raisons pour laquelle le G-20 a recommandé une compensation centrale, et non bilatérale, pour

Une forte croissance

En dehors d'un léger ralentissement pendant la crise financière mondiale, le marché des dérivés de gré à gré a fortement progressé depuis une quinzaine d'années.

(encours notionnel des contrats dérivés, en billions de dollars)



Source : BRI (2014).

Note : Le montant notionnel est la valeur totale du principal sous-jacent d'un contrat dérivé. Les transactions de gré à gré sont bilatérales entre un acheteur et un vendeur. Les transactions en bourse se font dans un cadre formel, et généralement une autorité de compensation centrale s'interpose entre l'acheteur et le vendeur.

Des contrats à foison

Le marché mondial des dérivés est gigantesque.

(encours notionnel des contrats, en milliards de dollars au 30 juin 2014)

	De gré à gré	En bourse
Contrats sur taux d'intérêt	563.290	65.624
Contrats sur taux de change	74.782	379
Swaps sur défaillance de crédit	19.462	s/o
Contrats sur action	6.941	7.460
Contrats sur produit de base	2.206	s/o
Non ventilés	24.811	s/o
Total	691.492	73.463

Source : BRI (2014).

Note : Le montant notionnel est la valeur totale du principal sous-jacent d'un contrat dérivé. Les transactions de gré à gré sont bilatérales entre un acheteur et un vendeur. Les transactions en bourse se font dans un cadre formel, et généralement une autorité de compensation centrale s'interpose entre l'acheteur et le vendeur. Le montant «non ventilés» est une estimation de la Banque des règlements internationaux des positions des contreparties ne participant pas à son enquête semestrielle.

tous les contrats dérivés négociés à des conditions standard. La compensation centrale peut aussi faciliter la déclaration des transactions à des référentiels centraux, chargés de recueillir et consigner les détails des contrats dérivés de gré à gré. (Le G-20 a également appelé à la transmission de ces informations à des référentiels centraux.) L'existence de ces données peut aider les instances de réglementation et celles chargées d'assurer la stabilité financière à détecter l'accumulation de risques dangereux et d'effets de contagion possibles si une contrepartie était défaillante. L'obligation de compensation centrale est ciblée sur les contrats standardisés, car les contrats dérivés personnalisés sont difficiles à évaluer et à compenser avec d'autres contrats.

Le G-20 a également préconisé que tous les contrats à des conditions standard soient négociés sur des bourses ou des plateformes électroniques, selon le cas (par exemple lorsque le volume d'échanges est suffisant). Il estime que les transactions opaques, telles que celles négociées bilatéralement, rendent les marchés moins fiables et exposés à des risques accrus, en particulier en cas de tensions. L'opacité peut aussi gêner l'évaluation de la valeur des transactions, et donc la gestion des risques. Un autre organisme mondial, le Conseil de stabilité financière (CSF), que les dirigeants du G-20 ont chargé de suivre la mise en œuvre des réformes, a aussi plaidé pour une amélioration des normes de gestion des risques, notamment le versement de marges, pour les dérivés non compensés centralement.

Globalement, le processus de réforme se déroule à deux niveaux :

- Les cadres et principes des instances de définition des normes mondiales garantissent l'application des changements de façon non discriminatoire et cohérente au plan international.
- Les autorités nationales instaurent les lois et réglementations appropriées.

Le processus de définition des normes mondiales touche à sa fin, mais certains points non encore résolus sont particulièrement épineux. Par exemple, les principes de gestion des risques et de réglementation pour les contreparties centrales ont été finalisés, mais pas les règles établissant quels produits sont suffisamment standardisés pour être obligatoirement soumis à compensation centrale. Et si la plupart des principes de réglementation mondiaux concernant la déclaration des transactions ont été fixés, les travaux se poursuivent sur des identifiants normalisés au niveau des contreparties et des produits afin de garantir une même désignation pour des transactions identiques.

Mais, à l'échelon national, les progrès tardent sur différents fronts. Les États-Unis sont les plus avancés. Ils ont introduit presque toutes les réglementations relatives aux dérivés relevant de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission). En revanche, le processus de mise en œuvre n'a été engagé que récemment pour les dérivés réglementés par la SEC (Securities and Exchange Commission). En Europe, les progrès sont plus lents que pour la CFTC, car le processus de réforme suppose une coordination entre 28 pays membres et leurs organismes de réglementation. D'autre part, la législation et la réglementation qui couvrent l'obligation d'une plateforme de négociation s'inscrivent dans une réorganisation générale de la réglementation sur les services de placement. Certains autres pays attendent soit d'évaluer l'impact des réformes sur leurs marchés, soit de voir les processus s'achever dans l'UE et aux États-Unis.

Les frictions et les incohérences entre les réglementations des pays ont aussi compliqué la tâche. Les dirigeants du G-20 ont demandé aux autorités nationales de trouver des moyens de se plier mutuellement à leurs réglementations, mais l'Europe s'oppose à ce que les contreparties de l'UE utilisent des contreparties centrales basées aux États-Unis, et les États-Unis veulent que les transactions concernant leurs contreparties soient négociées sur des plateformes de négociation autorisées par les États-Unis.

Toutefois, un grand nombre des réformes sont déployées avec succès. Plus de la moitié des dérivés de taux d'intérêt et quelque 40 % des dérivés de crédit pour lesquels des contreparties centrales actives existent sont compensés centralement (CSF, 2014a). Presque toutes les transactions de dérivés de taux d'intérêt et de crédit négociées de gré à gré sont aujourd'hui déclarées à des référentiels centraux.

Des progrès lents sur beaucoup de fronts

Mais les progrès ont été lents ailleurs. Ainsi, il a été plus rapide de mettre en place les contreparties centrales que des plateformes électroniques, notamment du fait des nombreuses nouvelles règles en jeu. Les critères «s'il y a lieu» et «standardisé» doivent encore être définis au niveau des instances de normalisation mondiales. Des obstacles juridiques empêchent la déclaration et les échanges d'informations dans beaucoup de pays. Il s'agit, par exemple, des lois sur les informations personnelles et le secret bancaire et des dispositifs de protection des données. Et avec une prolifération des référentiels centraux, il pourrait être difficile d'obtenir une vision globale du marché et de ses interconnexions. C'est pourquoi des voix se sont élevées pour demander une plus grande normalisation en matière de déclaration et un site central pour regrouper les données de la bonne vingtaine de référentiels centraux actuellement autorisés (CSF, 2014b).

Les autorités doivent voir au-delà des intérêts nationaux si elles veulent contribuer à la stabilité financière mondiale. Le succès dépend de la bonne volonté des pays de se plier mutuellement à leurs réglementations si elles aboutissent aux mêmes résultats, ainsi que de trouver des compromis, notamment sur les lois sur les informations personnelles et d'autres lois qui empêchent les échanges de données entre les pays. ■

John Kiff est expert principal du secteur financier au Département des marchés monétaires et des capitaux du FMI.

Bibliographie :

Banque des règlements internationaux (BRI), 2014, "OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2014," *Statistical Release* (Basel).

Conseil de stabilité financière (CSF), 2014a, "OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation" (Basel: Bank for International Settlements).

—, 2014b, "Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data," *Consultation Paper* (Basel: Bank for International Settlements).

Fonds monétaire international (FMI), 2010, "Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties," *Global Financial Stability Report, Chapter 3* (Washington, April).

Gregory, Jon, 2014, *Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives* (Hoboken, New Jersey: Wiley Finance).