

HEC MONTRÉAL

Propédeutique en Finance : 70-200-00

Section J01

Professeur : Jean-Philippe Tarte

LES PRODUITS DÉRIVÉS

Présenté le 2 février 2005

Par

Aurele Chehmana

Thomas Lenoir

Laetitia Meda

Carmela Petras

Introduction

Au cours des trente dernières années, la mondialisation de l'économie a conduit les entreprises à prendre conscience des risques financiers. Cela a incité le secteur des services financiers à inventer des produits remarquables pour gérer ces risques. On a alors assisté au développement croissant de produits dérivés sur les marchés financiers non seulement en terme de volume mais aussi en terme de types de contrats. Les produits dérivés ont également connu une expansion beaucoup plus forte que celle des opérations financières classiques qui, elles-mêmes, dépassaient déjà la croissance de la production ou des échanges de marchandises.

Mais qu'est-ce qu'un produit dérivé? Il s'agit en fait d'un contrat dont la valeur est "dérivée" du prix d'autre chose, en général des "investissements au comptant", tels que les actions, les obligations, les instruments monétaires, ou encore les matières premières. Ainsi leur recours permet-il de gérer les risques des produits auxquels ils sont liés en anticipant les fluctuations sur les marchés.

Globalement, la dimension atteinte par le marché des produits dérivés est conséquente. D'après un recensement de la Banque des Règlements Internationaux et les informations des organisations professionnelles, l'encours nominal des produits dérivés de toute nature (incluant les opérations des cambistes et les dérivés sur les marchandises) a atteint environ 84 000 milliards de dollars, soit un montant plus élevé que le total de la capitalisation boursière au sens large dans les grands pays développés. Il représente presque trois fois le produit intérieur brut mondial (PIB) estimé à 30 000 milliards de dollars.

Nous avons donc choisi de parler des produits dérivés car ils constituent un phénomène nouveau qui ne cesse de se développer et qui a considérablement modifié la gestion financière des entreprises. De ce fait, la compréhension et l'utilisation de ces derniers constituent des éléments de la finance auxquels il est important d'être sensibilisé.

Dans un premier temps, nous présenterons un historique des produits dérivés afin d'en expliquer l'origine, leur diversité et leur développement dans le temps. Ensuite, nous exposerons le mécanisme de fonctionnement global rattaché à l'ensemble de ces produits. Enfin, nous expliquerons en détail l'utilisation de deux des principaux produits : les obligations et les swaps.

I – Historique

Si les produits dérivés peuvent nous sembler être des inventions récentes d'ingénieurs financiers déconnectés de l'économie réelle, le besoin initial auquel ces produits répondent a une origine est bien plus lointaine. En effet, dès les débuts du commerce, le besoin de se prémunir contre une variation des prix s'est fait sentir pour certaines activités. C'est le cas notamment de l'agriculture. Dès l'Antiquité, les paysans concluaient des contrats à terme afin de vendre leur production avant la récolte. On voit bien les avantages de chacune des parties. Le paysan était assuré d'écouler sa future récolte à un prix convenu et il obtenait même souvent une avance d'argent qui lui permettait de semer. L'acheteur, lui, s'assurait un fournisseur et faisait une bonne affaire en achetant, à terme, une récolte qu'il espérait revendre plus cher. Il s'agissait alors d'un moyen de couverture pour l'agriculteur et d'un mécanisme de spéculation pour l'acheteur. Les ventes à terme des tulipes aux Pays-Bas étaient très fréquentes au dix-septième siècle et elles l'étaient probablement bien avant. Dans ces deux exemples de ventes à terme de marchandises, plus que la spéculation, l'acheteur recherche l'assurance de son approvisionnement en denrées rares, considérant les époques respectives.

Dès le quatorzième siècle, on trouve des exemples d'options d'achat et donc des produits de pure spéculation pour l'acheteur. En effet, en réponse à l'interdiction pontificale du prêt à la Grosse, les marchands transforment vers 1330 leurs contrats en ventes à terme optionnelles : le banquier achète alors au comptant la marchandise et le vaisseau au commerçant et les revend à terme avec une prime. Si le navire arrive, le commerçant lève l'option et rachète son bateau, acquittant la prime d'assurance. Sinon le banquier est quitte pour assumer seul le sinistre. On voit bien ici se profiler la relation assureur/assuré qui va se démarquer très vite des contrats à terme. Ce n'est que dans le dernier quart du quatorzième siècle que le contrat d'assurance prend, d'abord à Gênes, sa forme actuelle avec paiement préalable d'une prime. Ce type de spéculations sont assimilées aux opérations dites contingentes (c'est-à-dire soumises à la réalisation d'un événement) : les marchands parlent de gageure. La gageure consiste à parier sur un événement lié à la vie des affaires, c'est donc un contrat contingent. En France, ces opérations à terme avaient le même statut que les jeux d'argent avant la loi de 1885 qui va les institutionnaliser en créant les marchés à terme.

En effet, jusqu'à la fin du dix-neuvième siècle, ces échanges commerciaux se faisaient de gré à gré, c'est-à-dire entre deux individus en dehors d'une quelconque institution. Les premiers marchés organisés apparaissent aux Etats-Unis dès les années 1880. Sont enfin réunies l'économie réelle et l'économie financière, à savoir, ceux qui désirent se protéger contre le risque et ceux qui veulent spéculer. Tout le monde y trouve son compte. Le manque de liquidité (trouver un repreneur) et le risque de défaut (ou risque d'anomalie) sont solutionnés par la standardisation des contrats et le rôle du marché dans l'échange (création de la chambre de compensation).

Mais l'apparition des produits dérivés sous leur forme actuelle date des années 70. En 1973, est ainsi créé le Chicago Board Options Exchange (CBOE) pour y négocier les options. Cette innovation résulte de deux événements concomitants et liés.

Le premier a été l'incertitude financière qui régnait alors : la fin du régime de changes fixes de Bretton Woods et donc le flottement des monnaies – une entreprise américaine qui

importait des produits du Japon connaissait avec certitude le montant en dollars qu'elle allait payer pour les ventes de l'année à venir – puis la montée des cours du pétrole, une inflation galopante et l'envol des taux d'intérêt. Les importateurs devaient désormais assumer des coûts incertains et les exportateurs n'étaient pas sûrs de leurs profits. Un bouleversement du même ordre (hausse des taux d'intérêt) s'est produit sur les marchés obligataires et de marchandises. On s'est alors tourné vers les produits de base essentiels pour se couvrir contre l'inflation et la volatilité des cours de Bourse.

Le deuxième événement a été le modèle de valorisation des options négociables mis au point par trois universitaires américains : Fischer Black (alors au Massachusetts Institute of Technology), Robert Merton (de la Harvard Business School) et Myron Scholes (de l'université Stanford). Le cadre théorique élaboré par ces chercheurs permettait d'évaluer des produits dérivés financiers et surtout de mettre au point de nouveaux instruments répondant exactement aux besoins des entreprises en matière de gestion des risques. Ces recherches ont apporté une contribution si importante au succès du marché dérivé que Merton et Scholes ont emporté le prix Nobel d'économie en 1997 pour ce véritable travail de pionnier.

Toujours à la même époque, apparaissent les ancêtres des Swaps, à savoir les prêts parallèles. Ils ont été inventés en 1970 pour contourner des lois britanniques sur le contrôle des changes, permettant ainsi aux non-résidents d'emprunter des livres Sterling. Le développement de ce type de transaction ne s'est réellement amorcé qu'après 1981, année où a été monté le swap exemplaire IBM-Banque Mondiale par Salomon Brothers.

La mondialisation des marchés commerciaux a engendré la mondialisation des risques. En une décennie (du milieu des années 70 au milieu des années 80) a surgi un marché financier totalement nouveau dont l'objectif était de négocier, non des actifs, mais le risque lui-même ; on l'appelle communément le marché dérivé (en France, création en 1983). A partir de 1980, les options sur matières premières, sur devises et sur taux se standardisent, d'abord aux Etats-Unis puis en Grande-Bretagne et très rapidement en France. Désormais, les produits optionnels sont devenus le champ d'innovation par excellence proposant sans cesse de nouveaux produits « sur mesure » – comme les produits exotiques – pour répondre aux exigences des trésoreries modernes. La mise sur le marché dérivé des créances des entreprises à travers la titrisation est encore un récent exemple de cette ingéniosité sans limite.

II – Mécanisme global

- Élément sous-jacent

Les produits dérivés sont des contrats dont l'objet dérive du marché conventionnel ou marché « cash », c'est l'**élément sous-jacent**. Les caractéristiques du contrat sont déterminées par les particularités des titres des éléments sous-jacents dont ils sont issus. Cependant, la valeur des produits dérivés ne dépend pas uniquement de celle de l'élément initial dont elle dérive. Les droits spécifiés dans le contrat (vendre ou acheter) ainsi que la durée de ces droits se révèlent tout aussi importants.

Les principaux éléments sous-jacents faisant l'objet de produits dérivés sont les suivants :

- une action
- une obligation
- une monnaie
- un indice boursier
- des taux d'intérêts
- créances et dettes
- une matière première (agricole, animale, minérale, énergétique)

Figure 1 : liens entre les éléments sous-jacents et leurs produits dérivés

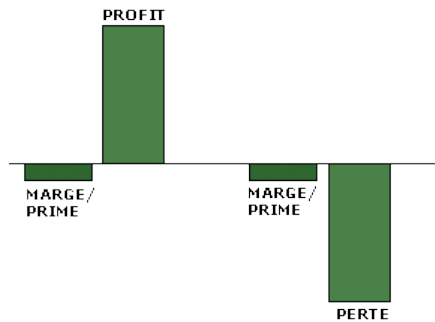


Source : http://www.guide-finance.ch/ica_french/les_produits_derives/

L'utilisation des produits dérivés permet de limiter les risques liés aux transactions réalisées directement sur l'élément sous-jacent tout en ayant l'opportunité de profiter d'un **effet de levier** important.

L'effet de levier se justifie par le fait que pour profiter d'une position sur un produit dérivé, seulement un pourcentage du prix sur le marché conventionnel est exigé.

Figure 2 : illustration de l'effet de levier



Source : http://www.guide-finance.ch/ica_french/les_produits_derives/

- Les opérations liées aux produits dérivés

Cette section vise à expliquer les actions des différents opérateurs du marché des produits dérivés en générale. Les particularités liées aux différents produits tels que les Options, les SWAP sont traitées dans les sections qui leur sont réservées. La partie sur les Contrats à Terme est exposée par un autre groupe. Les futurs et autres types ou combinaisons de dérivés ne sont pas présentés.

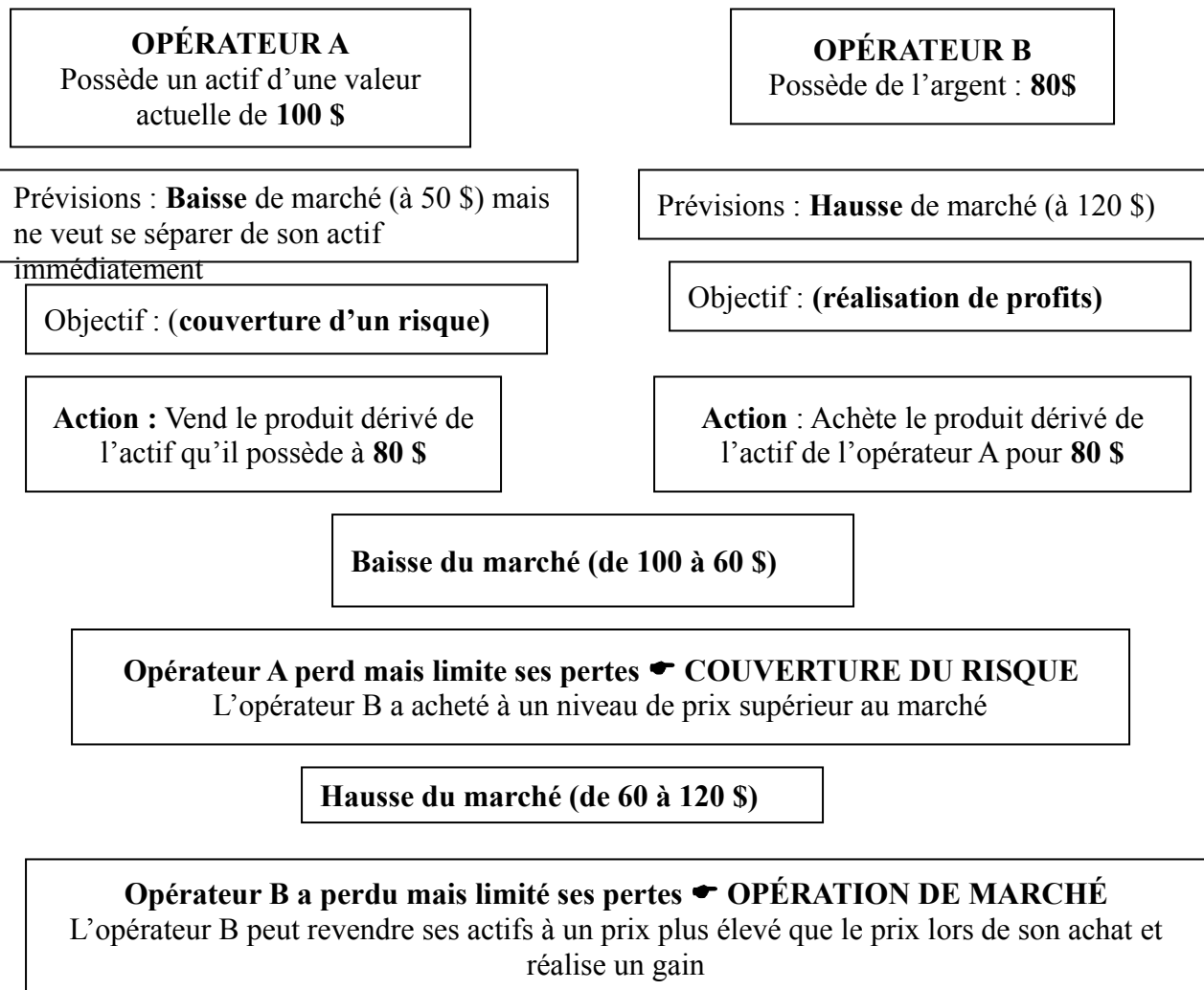
➤ *Les opérations de couverture*

Lorsque un acteur financier possède un élément sous-jacent, il peut utiliser les produits dérivés liés à cet élément s'il anticipe une baisse du marché. Il s'agit d'une couverture pour limiter ses risques de perte.

➤ *Les opérations de marché*

L'opérateur qui utilise les produits dérivés peut ne jamais transiger les éléments sous-jacents directement. Il les utilise uniquement pour faire des gains financiers.

Figure 3 : actions et objectifs des acteurs dans le marché des produits dérivés



- Comment négocier des produits dérivés

Parfois, deux parties négocient directement un contrat de gré à gré (ou OTC : over the counter) mais il est également fréquent de voir les investisseurs passer par l'intermédiaire des marchés boursiers des produits dérivés ou marchés organisés tels que la Bourse de Montréal ou le Winnipeg Commodity Exchange au Canada. La différence entre ces deux marchés provient des mesures de compensation des transactions et des risques qui en découlent.

➤ *Le marché OTC (gré à gré)*

Le contrat est négocié « au dessus du comptoir » entre deux parties qui fixent le prix ainsi que des modalités diverses telles que la durée du contrat, le montant en jeu, les détails sur la livraison, etc...

Les SWAP sont les principaux contrats transigés de cette manière pour échanger des taux d'intérêts fixes, flottants, des échéances, des devises. Certains contrats à terme sont également négociés à travers les marchés OTC.

L'inconvénient principal de ces marchés est le manque de liquidité qui survient régulièrement à cause de l'accumulation des positions.

➤ *Le marché organisé*

Les marchés organisés mettent en place des mécaniques qui permettent de réduire le risque pris par les parties et de mettre certaines normes qui assurent la vente et l'achat des produits dérivés en place sur le marché. Les parties conservent tout de même la liberté de négocier sans l'intervention de la bourse mais les positions prises (engagements) sont exécutées par l'organisme. Les marchés organisés offrent le service d'appel de marge aux différents acteurs. Ainsi, ces organisations ont permis de limiter le manque de liquidité qui caractérise le marché OTC.

Les marchés organisés de produits dérivés ont en leur sein une **chambre de compensation** qui est un département de la bourse qui s'assure du respect du contrat en se substituant à l'une ou l'autre des parties lors de l'exécution d'un contrat (achat ou vente). Toutes positions sont centralisées dans ce département. Ce système assure la pérennité des transactions sur les produits dérivés.

Le marché organisé offre également l'avantage d'être contrôlé par un **service de réglementation**, évitant ainsi les abus.

Exemple : La division de la réglementation de la bourse de Montréal a rendu une décision disciplinaire le 20 décembre 2002 contre FIMAT produits dérivés Canada Inc. Un employé a accédé au Système Automatisé de Montréal pour effectuer des transactions concernant des options sur des contrats à terme sans en avoir reçu l'autorisation préalable de la bourse.

III – Les options

Qu'est-ce qu'une option?

Une option est un contrat ou une entente entre un acheteur et un vendeur portant sur un titre ou un élément particulier, appelé élément sous-jacent.

L'acheteur paie une certaine somme, le prix de l'option pour obtenir des droits du vendeur, et lui, reçoit le prix de l'option et en accepte les obligations. Le contrat a une durée de vie limitée. Donc, l'option est un simple contrat. Pour en tenir une preuve de cet engagement, il y a un avis d'exécution qui est la seule preuve de propriété à celui qui est utilisé pour l'achat ou la vente d'actions. Une option se négocie soit en bourse soit en privé entre deux parties.

Deux types d'options : Option d'achat et Option de vente

Option d'achat : donne le droit de l'acheteur d'acheter l'élément sous-jacent au prix d'exercice jusqu'à l'échéance.

Option de vente : donne le droit à l'acheteur le droit de vendre l'élément sous-jacent au prix d'exercice jusqu'à l'échéance.

Tableau-résumé
Droits et Obligations rattachés à une position sur option

	L'ACHETEUR	LE VENDEUR
OPTION D'ACHAT	Paie le prix de l'option, a le droit d'acheter	Reçoit le prix de l'option, peut être tenu de vendre
OPTION DE VENTE	Paie le prix de l'option, a le droit de vendre	Reçoit le prix de l'option, peut être tenu d'acheter

Note sur les types d'options : L'option que l'on peut exercer en tout temps pendant sa durée de validité est dite « types américains » et celle que l'on ne peut exercer qu'à l'échéance est dite « types européen ». En bourse, les options sur action sont cotées de types américains, alors que la plupart des options du marché hors cote sont cotées en bourse européenne.

La négociation comme mécanisme :

1- Ouvre une position sur option en vendant un contrat, donc c'est une vente initiale entre un acheteur/vendeur ou entre deux firmes d'investissement, en autant qu'il y a deux parties distinctes à cette transaction.¹

2- Tout client doit recevoir un document d'information de la chambre de compensation qui fait état des risques liés à la négociation d'options.

3- Ex : un règlement d'une option achetée un lundi 16 mai se fera le 17 mai, sinon le temps va leur coûter de l'argent, car il y a toujours des acheteurs et vendeurs intéressés à ces transactions. L'exercice d'une option sur actions est réglé dans les trois jours.

¹ Contrairement aux actions, droits et aux bons de souscriptions, il n'y a pas de nombre fixe d'options en circulation, le nombre dépend du nombre d'acheteurs et de vendeurs.

4- Sur le marché secondaire, l'acheteur (vendeur) d'une option peut liquider sa position en procédant, avant l'échéance de l'option, à la vente (l'achat) d'une option de même type. Cela est une opération de liquidation, alors qui ferme ou qui annule une opération initiale.

5- Donc, l'acheteur d'une option ferme sa position en vendant une option, le vendeur, en achetant une option.

Raisons pour acheter et vendre des options :

L'acheteur d'une option d'achat :

- L'acheteur d'une option d'achat peut bénéficier d'une hausse du cours de l'élément sous-jacent pendant la durée de l'option à un coût qui ne représente qu'une fraction du coût de l'élément sous-jacent. Il est en mesure de prévoir son risque maximal ou sa perte maximale.
- L'achat d'une option d'achat peut servir à fixer ou à déterminer à l'avance un prix pour l'élément sous-jacent que l'on veut acheter dans un avenir donné, au moment d'une rentrée de fonds prévue.
- L'acheteur peut ici profiter d'une plus-value éventuelle de l'élément sous-jacent en achetant une option d'achat sur cet élément.
- Si l'investisseur ne veut pas acheter directement l'élément sous-jacent, pour des raisons fiscales.
- Le vendeur d'une option d'achat peut vouloir se libérer des obligations que comporte son titre. En achetant une option d'achat de la même série, il liquide sa position.

L'acheteur d'une option de vente

- L'investisseur qui s'attend à ce que le cours de l'élément sous-jacent diminue à court terme peut acheter une option de vente
- L'investisseur qui détient l'élément sous-jacent peut acheter une option de vente sur cet élément pour se protéger contre une éventuelle baisse de son cours.
- L'investisseur détient l'élément sous-jacent et veut le vendre, raisons personnelles ou pour des raisons de conjonctures de marché.
- Le vendeur d'une option de vente peut vouloir se libérer des obligations que comporte sa position.

Le vendeur d'une option d'achat

- Revenu supplémentaire : Ex. un investisseur achète 100 actions à 33\$ et il vend une option d'achat sur ces actions à 35\$ et un prix de l'option de 4\$ l'action, donc le vendeur de l'option d'achat reçoit 400\$ (400\$ est comme un revenu immédiat)
- Protection : Ci-dessus, le prix de l'option d'achat reçu est en effet 29\$ (33\$-4\$). Ceci va lui protéger contre une baisse de cours de l'action

Le vendeur d'une option de vente

- Le vendeur d'une option de vente reçoit le prix de l'option en contrepartie de l'obligation qu'il aura d'acheter l'élément sous-jacent au prix d'exercice si jamais l'option est exercée. Doit être un investisseur averti pour assumer les risques.
- Un investisseur peut souhaiter acquérir l'élément sous-jacent sans vouloir payer le cours du marché. Il vend alors une option de vente dont le prix d'exercice est inférieur au cours du marché de l'élément sous-jacent.

IV – Les swaps

1. Définition

Le terme Anglo-saxon Swap, signifie échange ou troc. A l'origine ce terme était utilisé pour désigner un échange de services ou de produits entre deux parties durant une période de temps déterminée mais, suite au premier swap réalisé dans le domaine de la finance par les courtiers américains de Salomon Brothers en août 1981 entre IBM et la Banque Mondiale, ce terme signifie plus précisément un échange de flux financiers. Ces flux sont généralement des taux fixes ou variables d'intérêts ou des taux de devises. Un swap est donc un contrat établi entre deux entités pour lequel chaque entité conclue de s'échanger des flux financiers pendant une certaine période de temps et selon des modalités prédéterminées.

2. Utilité des swaps

Lors d'un swap les échanges de flux financiers sont des instruments qui permettent de transformer les conditions de taux ou de devises courantes ou anticipées liés aux actifs ou passifs financiers correspondant.

Les swaps ne dérogent donc pas au but premier pour lequel les services financiers développèrent les produits dérivés, c'est-à-dire afin de permettre aux entreprises et établissements financiers de gérer les risques. En effet l'utilisation des swaps supprime la dépendance aux variations de taux des flux financiers. Une entreprise peut ainsi emprunter une somme a une banque et faire appel a un organisme spécialisé pour fixer le taux d'intérêt. Les deux parties doivent convenir de la valeur de ce nouveau taux et l'entreprise réduit ainsi les risques lors du remboursement à la première banque. L'entreprise a donc échangé le taux d'intérêt variable de la première banque contre un taux fixe.

On constate que les swaps sont également très utilisés lors des échanges de devises afin de ne pas être dépendant des taux de changes fluctuant considérablement.

Mais on remarque aujourd'hui que l'utilisation des swaps s'éloigne de l'utilité première qui était de gérer les risques et de nombreuses entreprises utilisent ces derniers a des fins de spéculations boursières ou pour réduire leurs coûts de financement.

3. Les types de Swaps

On différencie un grand nombre de swaps selon qu'ils sont mono ou bi devises ou qu'ils font intervenir un taux fixe ou un taux variable. En effet les contrats de swaps ne sont pas standardisés et on assiste ainsi a une déclinaison sans fin des sous catégories de swaps comme, par exemple les swaptions qui sont en fait des options ayant pour sous-jacent un swap et les swaps extensibles ou swaps annulables. Cependant dans la grande majorité des revues spécialisée on prend pour habitude de différencier les swaps selon qu'ils sont dans une seule devise ou dans des devises différentes ce qui permet de regrouper ces derniers selon deux grandes catégories :

- Le swap de taux ou swap d'intérêts : Il s'agit d'un échange basé sur une seule devise. Une contrepartie A va contracter un emprunt à taux d'intérêts variable a une contrepartie B. Parallèlement, elle va faire appel a une contrepartie C qui lui accordera un taux d'intérêt fixe en échange du taux d'intérêt variable emprunté a la contrepartie B. Le taux d'intérêts fixe est déterminée en fonction de ce que l'on appelle le 'notionnel', c'est-à-dire par rapport a la valeur

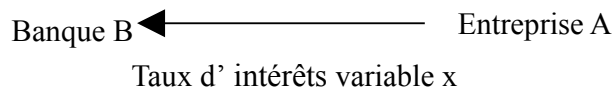
calculée entre le taux garanti et le taux variable de l'emprunt. Il s'agit donc d'un accord tripartite dans lequel les contreparties ne vont s'échanger que les taux d'intérêts durant une période déterminée sans jamais toucher au capital propre.

- Le swap de devises : Il s'agit d'un échange basé sur deux devises différentes qui peut faire intervenir des taux de change fixes ou variables. Deux parties vont convenir de s'échanger un montant prédéterminé de devises étrangères et s'engager à se rembourser mutuellement les sommes correspondantes aux intérêts entraînés durant un temps déterminé. A la fin de l'échéance elles vont se rendre les montant échangés. Il est fréquent que les deux parties fassent appels à un intermédiaire pour gérer cette transaction.

4. Exemples concrets

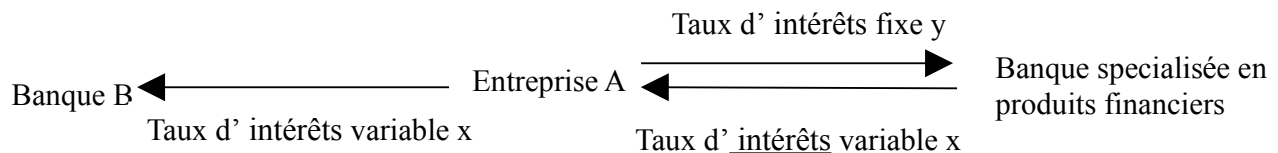
Le swap de taux d'intérêts

Prenons une entreprise A qui emprunte une certaine somme d'argent à une banque B. Le flux d'intérêt est le suivant :



L'emprunteur qui est l'entreprise A reçoit donc un taux d'intérêt variable x par la banque B.

Les parties décident d'y adosser un contrat d'échange (« swap de taux d'intérêt ») d'une durée fixe de t, en utilisant une banque spécialisée en produits financiers, les flux vont donc prendre la forme suivante :



L'entreprise A versera donc un taux d'intérêt fixe y à la banque spécialisée en produit financiers et cette dernière lui versera en échange le taux d'intérêt variable x qu'elle reversera à la banque B et cela durant toute la durée du contrat : t.

Le swap de devises

Prenons deux entreprises A et B. L'entreprise A souhaite se financer en \$CAN et l'entreprise B en Euros.

L'entreprise A peut emprunter sur son marché des Euros a un taux fixe x et l'entreprise B, des \$CAN sur son marché a un taux fixe y. Les parties décident d'y adosser un contrat d'échange (« swap de devise ») d'une durée fixe de t et avec des intérêts fixes de z pour l'entreprise A et de h pour l'entreprise B.

1. La première étape va consister dans l'emprunt des sommes requises par chaque entreprise et l'échange de ce capital.

- i. L'entreprise A emprunte au taux fixe x la somme en Euros nécessaire a l'entreprise B et verse ce capital a cette dernière.
- ii. L'entreprise B emprunte au taux fixe y la somme en \$CAN nécessaire a l'entreprise A et verse ce capital a cette dernière.

Entreprise	Emprunt	Taux d'intérêt fixe sur le marche	Intérêts fixes dû a la contrepartie
A	Euros	x	z
B	\$CAN	y	h

2. Ensuite l'entreprise A va verser des intérêts de taux z a l'entreprise B et l'entreprise B va verser des intérêts de taux h a l'entreprise A durant toute la période t du contrat.

3. Enfin, une fois arrivé a la fin du contrat (temps t) l'entreprise A rembourse le capital prêté a l'entreprise B et réciproquement.

5. Avantages et inconvénients pour l'emprunteur

Avantages
Gérer le risque dû aux fluctuations des taux sur les marches.
Réduire les coûts de financement d'une entreprise.
Obtenir un taux d'intérêt fixe pendant une période établie dans le contrat de swap.
Bloquer un taux fixe longtemps à l'avance (utilité des swaptions qui permettent d'acheter des options de swaps).
Convertir une devise avec un taux fixe.
Obtenir de la souplesse lors d'un emprunt, en effet les contrats de swaps ne sont pas standardisés et les contreparties peuvent adapter les flux financiers à leurs besoins.
Confidentialité car les swaps sont des contrats de gré à gré donc non rendu public.
Risques
Le principal risque est celui de non-paiement par la contrepartie. Les accords de swap étant conclus de gré à gré, rien ne garantit leur accomplissement. Cependant ces cas sont relativement rares.

6. Législation

En matière de législation, il n'existe pas d'organisme officiel mais un grand nombre d'établissements et de banques présentes sur le marché des produits dérivés et notamment des swaps ont formé une association en 1985 : l' ISDA (International Swaps and Derivatives Association). Aujourd'hui elle est constituée de plus de 600 membres présents dans 48 pays et sur les 5 continents. Cette dernière publie régulièrement des documentations et donne des conférences avec l'aide de nombreux intervenants tel que les traders, les courtiers et les trésoriers d'entreprises. Elle tente ainsi de normaliser et de standardiser le marché des swaps et constitue une référence pour tous les acteurs financiers. L' ISDA a d'ailleurs publié une enquête sur l'utilisation des produits dérivés sur le marché gré à gré en 2003. Il y est indiqué que le marché des produits dérivés sur taux, composé majoritairement par les swaps de taux d'intérêts, a connu une croissance de 15% en 2003 pour atteindre un montant de plus de 140 trillions de dollars. (www.isda.org).

Conclusion

En forte expansion depuis une vingtaine d'années, le marché des produits dérivés ne cesse de croître. Rien qu'en 1998, la valeur de ces produits est passée à 64.000 milliards de dollars, soit 60 fois plus qu'en 1986. A la mi-1998, cet encours atteignait 75.000 milliards de dollars, puis 80.300 milliards six mois plus tard, alors que la valeur marchande des sous-jacents représentait 3.230 milliards, soit 4% de ce total. Et c'est là que surgit le problème, c'est une véritable économie parallèle qui se développe et non sans risque de bulle spéculative. On parle de bulle spéculative lorsque les cours sont anormalement élevés par rapport aux résultats de l'économie réelle. Le mécanisme des produits dérivés tend à exacerber la création d'une bulle, puisqu'il ne demande qu'un faible dépôt par rapport à la valeur du sous-jacent sur lequel on spéculé. De plus, celui qui négocie un produit dérivé n'est pas obligé de détenir le sous-jacent de ce produit. On assiste donc à une multiplication de positions à découvert. En outre, autour d'un même sous-jacent, il peut exister des combinaisons complexes de produits dérivés. D'où évidemment un nombre bien supérieur de produits dérivés que de sous-jacents et donc une bulle spéculative. De plus, un cercle vicieux se forme car la présence de produits dérivés influence les marchés desquels ils dérivent.

En juillet 1994, Ibrahim Warde, chercheur au MIT, écrivait dans « le Monde diplomatique » qu'un éclatement de la bulle spéculative menaçait. Certaines agences gouvernementales s'en sont inquiétées. Mais les grands établissements financiers se sont opposés vigoureusement à tout contrôle. Le président de la Réserve Fédérale américaine, Alan Greenspan, a alors pris parti en faveur d'un maintien du *statu quo* et a même déconseillé au Congrès de légiférer sur le sujet, arguant du fait que l'autoréglementation des opérateurs, s'ajoutant aux sanctions du marché, devait suffire à assurer la stabilité du système.

En 1999, Maurice Allais, prix nobel en 1988, prône l'interdiction des spéculations sur les produits dérivés : « On ne peut prendre le risque de déstabiliser l'économie mondiale sous le seul prétexte de maintenir les gains éventuels des autres » (La crise mondiale aujourd'hui, 1999).

Mais ces activités « de marché » sont d'autant plus importantes pour les banques qu'elles ont l'avantage de générer des commissions et des revenus sûrs pour ces établissements qui, par le passé, ont subi des déboires dans leurs activités classiques. Et plus le dérivé est compliqué, plus les frais sont copieux. Par ailleurs, sur fond de baisse des taux d'intérêt, l'achat de produits dérivés offre des plus-values attrayantes pour les spéculateurs. Le laxisme réglementaire a aussi contribué à la création de dérivés de plus en plus compliqués. Et les « golden boys » semblent même s'être amusés à leur trouver des noms : les obligations dites « *kitchen sinks* » en référence aux « éviers-broyeurs » qui mélangent et absorbent n'importe quoi, les « certificats nocifs » ou encore les « obligations du ciel et de l'enfer ». La volatilité est devenue telle, que la frontière entre spéculation et couverture de risque est de plus en plus floue faisant ainsi perdre aux produits dérivés leur vocation d'origine. S'assurer en tant que tel n'est pas préjudiciable, mais assurer une assurance d'une assurance, cela a-t-il encore une raison économique?

D'ailleurs, le marché des produits dérivés est un jeu dangereux à somme nulle : les bénéficiaires des uns ne peuvent être couverts que par les pertes des autres. Les utilisateurs de dérivés ont ainsi connu des séries noires conduisant certaines entreprises à liquider l'ensemble de leur portefeuille de dérivés. On rappellera seulement que Scholes et Merton (*cf* Historique),

malgré tous leurs modèles sophistiqués, ont conduit le Fonds spéculatif LTCM à la faillite par la négociation de produits dérivés.

Bibliographie et références

- Patrick Haas, 1997. Les marchés de produits dérivés Aspects statistiques et méthodologiques. Les Actualités du CNIS Conseil National de l'Information Statistique. No. 24.
- Brenda González Hermosillo, 1994. The microstructure of financial derivatives markets: Exchange-Traded versus Over-the-Counter.
- Institut Canadien des valeurs mobilières, 2001. Le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada. Vol. II. Édition 2001.
- Thomas F. Siems, 1997. 10 myths about financial derivatives, Policy Analysis. *Cato Policy Analysis* No. 283.

Sources Internet :

<http://attac.org/fra/list/doc/zachary31.htm>

<http://www.cambiste.info/sdmpage/prodswap/swaphis10.php>

http://www.guide-finance.ch/ica_french/les_produits_derives/

<http://www.isda.org>

http://www.lesechos.fr/formations/risques/articles/article_7_9.htm

<http://www.monde-diplomatique.fr/1994/07/WARDE/573>

<http://www.xerion-finance.com/avril2004.php>