

Les conséquences du nouveau paysage réglementaire sur les marchés des produits dérivés de gré à gré

FRÉDÉRIC OUDÉA
Président directeur général
Société Générale

Les produits dérivés sont un instrument vital de transfert des risques et constituent un outil essentiel permettant aux banques de fournir des solutions de financement et de gestion des risques à leurs clients. Ils sont utilisés par tous les types d'entreprises, dans tous les secteurs d'activité, partout dans le monde. Lors de la crise financière, les produits dérivés ont été perçus comme ayant eu une influence négative : en conséquence, les autorités et les autres acteurs ont pris des mesures pour rendre plus sûr ce marché et pour édifier un système financier plus robuste. Quatre ans plus tard, nous devons nous demander : sommes-nous sur la bonne voie et allons-nous dans la bonne direction ? Pour répondre à ces questions, nous devons tout d'abord comprendre les véritables enseignements de la crise financière. Il apparaît de plus en plus clairement que durant cette période les produits dérivés de gré à gré ont rempli efficacement leur fonction de transfert des risques. Des initiatives réglementaires essentielles, notamment en matière de compensation et de transparence, rendent aujourd'hui le système plus sûr. Cependant, de nouvelles initiatives pourraient avoir des incidences incertaines et entraîner des effets indésirables tels que :

- une augmentation significative des coûts pour les utilisateurs de produits dérivés, notamment pour les utilisateurs finaux ;*
- une hausse de la fragmentation transfrontière des marchés ;*
- un accroissement du risque réglementaire, car des mesures de mise en œuvre comportant d'importants effets structurels sont élaborées dans des conditions d'urgence (ce point est particulièrement sensible dans l'Union européenne où il n'existe pas d'allégement possible de la réglementation, comme aux États-Unis, par le biais de lettres d'engagement de non-recours judiciaire) ;*
- une limitation de l'innovation, dans la mesure où les solutions personnalisées seront affectées par les pressions visant à la standardisation (y compris les exigences de marge).*

Tous ces effets risquent de rendre prohibitif le coût de transfert des risques non standard, accroissant potentiellement le risque au sein du système.

Alors que les banques continuent d'aller de l'avant, en laissant derrière elles la crise financière et en cherchant à répondre aux besoins de leurs clients et à financer la croissance de l'économie, elles doivent poursuivre leur collaboration constructive avec les régulateurs sur la réforme financière. La tâche à laquelle sont confrontés les régulateurs et le secteur bancaire est complexe mais essentielle.

Au cours des cinq dernières années, nous avons traversé une crise financière et fait face aux contrecoups de ce qu'il faut bien appeler un séisme économique. Les économies des pays avancés sont toujours aux prises avec les conséquences de la crise financière mondiale, en raison d'un recours excessif à l'endettement et, dans de nombreux cas, d'un manque structurel de compétitivité. La croissance des bilans des banques qui a facilité cet endettement, est, d'une certaine manière, symptomatique de ces déséquilibres. Le secteur bancaire assume sa part de responsabilité dans la crise, mais le temps est venu d'aller de l'avant et nous devons reconnaître que nous représentons également une part très importante de la solution.

Cette solution, pour l'économie mondiale, l'Europe, la France et nos partenaires commerciaux, consiste à générer de la croissance, mais avec un niveau de risque acceptable et approprié. Financer la croissance de manière efficace et prendre une part active au financement de l'économie réelle sans prendre de risques inappropriés est, et doit continuer d'être, au cœur de la mission du secteur financier. Un secteur bancaire sain est essentiel pour soutenir la croissance économique et améliorer la compétitivité tant d'un point de vue sectoriel qu'au niveau national.

Les autorités et les intervenants de marché doivent impérativement prendre en compte l'impact que la réforme réglementaire du secteur bancaire et des marchés financiers, tant à l'échelle mondiale qu'au niveau national, pourra avoir sur la croissance économique et le cadre de gestion des risques. Cela ne peut, et ne doit, se faire sans en examiner les conséquences et les effets collatéraux.

Cela est particulièrement vrai s'agissant du nouveau cadre réglementaire pour les produits dérivés de gré à gré. Durant la crise financière, les dérivés ont été présentés comme des facteurs aggravant les tensions dans le système financier et l'économie mondiale. En conséquence, les autorités et les autres acteurs ont décidé d'élaborer un cadre plus robuste et plus transparent pour les marchés internationaux des produits dérivés. Après tous les travaux qui ont été menés, quand nous envisageons ce qu'il reste à accomplir, nous sommes en droit de nous poser ces questions : sommes-nous sur la bonne voie et allons-nous dans la bonne direction ?

1 | LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE FINANCIÈRE

Pour répondre à ces questions, nous devons tout d'abord comprendre les véritables enseignements de la crise financière. Celle-ci prend ses racines dans une période prolongée de crédit trop facile, conduisant à des excès sur le marché immobilier mondial et entraînant la formation d'une bulle qui a éclaté avec des conséquences dévastatrices. Les produits dérivés n'ont pas déclenché la crise ; il apparaît en effet de plus en plus clairement que durant cette période, les produits dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) ont rempli efficacement leur fonction principale qui consiste à couvrir les risques. Les marchés des *swaps* de taux d'intérêt et ceux des *swaps* d'actions et de matières premières ont largement fonctionné sans incident durant cette période.

L'exception notable, où la perception générale est que les produits dérivés ont globalement facilité et accéléré la crise, a bien sûr été le cas d'American International Group (AIG) et son rôle sur le marché des *swaps* de défaut de crédit (*credit default swap* – CDS). Je ne jugerai pas ici la stratégie d'AIG consistant à réassurer la dette structurée ; ce qui est clair, c'est que cet établissement n'a pas réussi à gérer son collatéral et son exposition au risque de manière appropriée. AIG n'a pas procédé quotidiennement au calcul des appels de marge et à l'échange de collatéral avec ses contreparties, ce qui aurait empêché l'accumulation d'expositions importantes et toxiques. Lorsque les appels de marge ont finalement été déclenchés, l'établissement s'est soudain trouvé confronté à des appels de collatéral à hauteur de plusieurs milliards de dollars qui ont finalement rendu nécessaire une aide publique pour financer ses besoins en liquidité.

Outre l'échec d'AIG dans la gestion du collatéral et son incapacité à payer les appels de marge, il existait également des inquiétudes plus vastes s'agissant des implications de la faillite de cet établissement pour le système financier mondial. À ce moment-là, les craintes se focalisaient sur l'interdépendance existant entre AIG et d'autres établissements. Des inquiétudes sont apparues s'agissant de la possibilité de défaillances multiples des institutions financières.

Des études récentes indiquent que ces craintes de contagion étaient peut-être infondées. Hal Scott, professeur à Harvard, et les experts du Comité

de régulation des marchés financiers (*Committee on Capital Markets Regulation*)¹ ont analysé la question de l'interdépendance et leur rapport publié récemment montre que ces craintes de contagion pourraient avoir été sans fondement, en raison du caractère relativement gérable de l'exposition aux dérivés des différentes contreparties d'AIG. Mais il est tout aussi vrai que le manque de transparence des marchés des produits dérivés de gré à gré et l'absence de données vérifiables concernant l'exposition des contreparties ont contribué à alimenter les craintes de contagion, rendant ainsi inévitable l'intervention des États. Si nous voulons faire en sorte que de telles situations ne se reproduisent pas, le nouveau cadre doit être suffisamment transparent pour les régulateurs s'agissant des expositions totales des contreparties.

Ces leçons importantes doivent être prises en compte par les autorités et les intervenants de marché qui collaborent de manière constructive pour concevoir un système financier plus fort et plus robuste. Cela est particulièrement vrai s'agissant des travaux qui sont menés actuellement pour élaborer au plan mondial des exigences en matière de marges pour les produits dérivés OTC.

2 | LES PILIERS DU CADRE RÉGLEMENTAIRE POUR LES PRODUITS DÉRIVÉS OTC

Un tel cadre pour le risque de contrepartie peut, et doit, être bâti en s'appuyant sur quelques piliers fondamentaux : premièrement, l'obligation de compensation pour les produits liquides standardisés ; deuxièmement, un dispositif robuste régissant les appels de marge pour les produits dérivés OTC ne faisant pas l'objet d'une compensation ; troisièmement, des exigences en fonds propres appropriées pour tous les instruments financiers ; et, quatrièmement, une transparence réglementaire accrue s'agissant de l'activité sur les produits dérivés et des expositions sur ces produits.

Ces piliers sont, bien entendu, au cœur des engagements pris par le G20 pour rendre les marchés des produits dérivés OTC plus sûrs, comme cela a

été exposé dans le communiqué publié à l'issue du sommet de Pittsburgh en 2009.

« Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique, selon le cas, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux. Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus strictes. »

Le secteur bancaire soutient pleinement les objectifs du G20 et s'engage à collaborer avec les régulateurs, les autorités et les autres acteurs du secteur financier pour mettre ces réformes en œuvre avec succès et faire en sorte que nous bénéficions tous d'un secteur bancaire sain et robuste. Les progrès réalisés dans l'amélioration de la transparence réglementaire avec la notification des transactions sur les produits dérivés OTC peuvent et doivent garantir que les expositions ne s'accumuleront pas à l'insu des superviseurs, comme cela était le cas avant la crise.

De fait, les intervenants de marché ont réalisé des progrès significatifs dans des domaines clés. Les initiatives en matière de compensation et de transparence ont pris une nette avance par rapport aux calendriers réglementaires, qui ont eux-mêmes été retardés au-delà des délais fixés par le G20, principalement en raison de la complexité des réformes entreprises.

Mais il est à craindre de plus en plus que les efforts en matière de réforme réglementaire ne s'étendent à présent bien au-delà des principaux domaines envisagés à l'origine. Certains de ces efforts, notamment dans le domaine de l'exécution et de la publication en temps réel des transactions, menacent de modifier la structure du marché des produits dérivés, sans qu'il n'en résulte de réels avantages. Les propositions tendant à rendre obligatoire un appel de marge initial bilatéral pour les produits dérivés non compensés pourraient entraîner un assèchement important et procyclique de la liquidité financière. Cette situation pourrait contribuer à

¹ Le Comité de régulation des marchés financiers est un organisme de recherche indépendant et non partisan qui réunit trente-trois dirigeants de la communauté des investisseurs, des affaires, de la finance, du droit, de la comptabilité et du monde universitaire et qui se consacre à l'amélioration de la réglementation des marchés financiers aux États-Unis.

accroître le risque systémique plutôt qu'à le réduire, ce qui pourrait significativement affaiblir la capacité des banques à servir les intérêts de leurs clients de façon appropriée. Il s'agit là d'un domaine où les conséquences des mesures proposées doivent être soigneusement évaluées.

De plus, les banques sont actuellement confrontées à de nombreuses initiatives réglementaires dans plusieurs juridictions, qui peuvent parfois s'avérer contradictoires. Le risque d'une fragmentation transfrontière des marchés financiers est très réel : en dépit des objectifs partagés du G20, différentes juridictions continuent résolument à mettre en place des régimes réglementaires qui peuvent parfois diverger de manière significative. Seuls des efforts coordonnés entre les régulateurs de toutes les principales juridictions peuvent permettre de traiter efficacement la question de la réglementation du secteur bancaire, et plus spécifiquement, du marché mondial des produits dérivés de gré à gré. Les instances internationales de coordination réglementaire déjà existantes ont un rôle important à jouer dans ce domaine, un processus dont la Banque de France et les autres régulateurs français ont été les premiers partisans et qu'ils soutiennent fermement. Il est clair que les initiatives doivent être élaborées, coordonnées, mises en œuvre et surveillées de manière cohérente tant sur le plan national qu'à l'étranger.

3 | LES PRINCIPAUX DÉFIS

Les efforts pour mener une réforme sensée des produits dérivés de gré à gré sont freinés par un sentiment largement répandu d'ambivalence ou même de véritable suspicion à l'égard de ces produits. Les produits dérivés sont pourtant un instrument vital de couverture des risques. Ils constituent un outil essentiel permettant aux banques de fournir des solutions de financement et de gestion des risques à leurs clients. Et ils sont utilisés par tous les types d'entreprises, dans tous les secteurs d'activité, partout dans le monde.

L'étendue des marchés de gré à gré tend à occulter le fait que les transactions sur ces marchés sont généralement de taille importante mais de fréquence relativement faible. En dépit de ses dimensions apparentes, il n'y a guère plus de 20 000 négociations sur produits dérivés de gré à gré effectuées chaque jour dans le monde entier, selon les chiffres du secteur

(7 % environ du volume mondial des *swaps* de taux d'intérêt sont négociés en France). Ces données contrastent fortement avec les actions négociées sur les marchés organisés ou les marchés à terme, où des centaines de milliers de négociations individuelles se déroulent quotidiennement. Parmi les transactions quotidiennes sur les produits dérivés de gré à gré, 6 000 à 7 000 environ concernent des dérivés de taux d'intérêt et approximativement le même nombre des CDS (dont près de 4 000 de contrats CDS *single name*). Si l'on considère qu'il y a environ 3 000 entités de référence *single name*, il est évident que les transactions sur de nombreux CDS individuels sont très faibles. La taille importante des transactions et leur faible fréquence expliquent la nature « hors marché » de ces marchés : il s'agit d'un marché de blocs, à destination principalement d'utilisateurs institutionnels et avisés.

L'expérience de ces dernières années semble avoir eu pour conséquence une défiance croissante à l'égard de l'innovation financière. Cette défiance participe sans doute d'un changement ou d'un durcissement d'attitude à l'égard de la mondialisation des marchés, notamment de la mondialisation des marchés financiers. En effet, nous constatons désormais certains signes de rejet de la mondialisation au profit d'une approche plus fragmentée ou régionalisée de la banque et de la finance.

Ce mouvement reflète en partie le propre besoin du secteur financier de se concentrer sur son cœur de métier et sur ses marchés de base afin d'améliorer ses fonds propres et ses bénéfices et de créer de la valeur pour ses actionnaires. Après tout, les bilans des banques ne peuvent pas croître indéfiniment. Il est nécessaire de placer les fonds propres de la façon la plus efficiente et la plus efficace, ce qui implique souvent de créer des liens plus étroits avec les meilleurs clients, en priorité sur le marché domestique. Mais une partie de ce mouvement est également imputable aux incertitudes des intervenants sur les marchés financiers s'agissant du cadre juridique et réglementaire et des dispositions auxquelles ils peuvent être soumis dans certaines juridictions. Enfin, une partie de ce mouvement résulte également du souhait des régulateurs d'ériger des dispositifs de protection plus robustes autour de leurs systèmes financiers respectifs.

Les conséquences de ces tendances et problèmes sont encore incertaines. Des inquiétudes croissantes se font jour cependant sur le fait que des aspects du

nouveau régime réglementaire pourraient avoir des conséquences très négatives pour les utilisateurs de produits dérivés et les utilisateurs finaux. La fragmentation transfrontière des marchés, par exemple, pourrait entraîner un départ des fournisseurs de liquidité et des teneurs de marché de certains marchés. La hausse de l'incertitude réglementaire et la défiance à l'égard de l'innovation financière pourraient également réduire la disponibilité des outils personnalisés de gestion du risque. Contraints dans la capacité de couvrir leurs risques sur le marché interbancaire, les teneurs de marché ne seraient pas en mesure de répondre aux besoins de couverture des risques des utilisateurs finaux, ou alors à un coût très élevé. Cette situation pourrait gravement perturber les marchés des dérivés personnalisés, qui sont très importants pour les utilisateurs finaux.

Le résultat pourrait être le suivant : une importante hausse du coût de la couverture d'où une absence de couverture des risques. Dans le pire scénario, l'impossibilité pour nos entreprises clientes de couvrir leurs risques pourrait retarder ou empêcher les prises de décision, ce qui générerait ensuite l'investissement et freinerait l'activité économique et la croissance.

4 | LA NÉCESSITÉ DE S'ADAPTER AU FUTUR ENVIRONNEMENT

Il est important que les professionnels du secteur et les régulateurs travaillent ensemble pour être sûr que la réforme réglementaire traite les véritables causes et problèmes de la crise financière. Les efforts doivent se poursuivre afin de placer le système financier mondial sur des bases plus saines. En tirant les enseignements du passé, il convient d'élaborer un cadre efficace, qui contribuera à empêcher de futures crises.

Le secteur bancaire est réputé pour sa capacité fondamentale à s'adapter et à innover rapidement afin de répondre aux besoins de ses clients. En ce qui concerne le marché en pleine mutation des produits dérivés de gré à gré, nous sommes capables de le faire, et nous le ferons. En travaillant en collaboration avec nos clients, nous remplissons notre rôle de banquiers en leur fournissant un service précieux ainsi qu'à l'économie.

Notre priorité à l'avenir est double. Premièrement, nous travaillerons avec les clients, les autorités

et les autres parties concernées pour respecter les engagements du G20 de réduire le risque systémique. Nous nous baserons sur les progrès déjà considérables réalisés par les intervenants de marché en matière de réduction du risque de crédit (grâce à la compensation centrale) et d'augmentation de la transparence réglementaire (grâce aux référentiels centraux de données).

Deuxièmement, nous continuerons à travailler de façon constructive pour traiter les problèmes qui risquent de gêner le respect des engagements du G20. À l'heure actuelle, par exemple, il existe incontestablement une incertitude considérable quant aux règles du jeu d'un point de vue réglementaire, situation préjudiciable aux décisions d'investissement et par conséquent perturbatrice pour les marchés financiers. Il est urgent de parvenir à une transparence accrue, une plus grande clarté et une moindre incertitude quant à l'agenda réglementaire si nous voulons encourager la croissance à long terme.

La résistance et la robustesse du secteur financier, qui sont fondamentales pour la santé et la croissance à long terme de l'économie réelle, sont étroitement imbriquées avec la qualité de la réglementation et notamment la supervision et l'élaboration des politiques qui la régissent. La réglementation doit reconnaître que l'octroi des crédits est essentiel pour assurer le redressement économique et que l'offre même de crédit doit être contrôlée et saine. Des objectifs à court terme ne doivent pas encourager la dépendance excessive à l'égard de la dette qui a, dans un passé récent, conduit à la crise financière mondiale et, plus récemment, à la crise de la zone euro.

Il est essentiel d'adopter des règles et des réglementations appropriées relatives aux fonds propres et, en particulier, des ratios de liquidité afin d'assurer la réussite du nouveau dispositif réglementaire. Les règles Bâle III, qui entreront en vigueur entre 2013 et 2018, apporteront des progrès considérables à cet égard. Les nouvelles mesures imposent aux banques d'améliorer significativement la quantité et la qualité de leurs fonds propres durs et d'introduire des ratios de liquidité à court terme et à long terme afin de garantir leur capacité à respecter leurs engagements de trésorerie en période de crise.

Il est évident que le futur dispositif réglementaire débouchera sur un rôle accru des marchés financiers

dans le financement de l'économie. Nous évoluons vers un modèle bancaire différent et nous devons permettre aux banques de gérer efficacement la transition d'un modèle fondé sur l'activité de prêt vers un nouveau modèle reflétant le rôle plus important joué par les marchés de capitaux dans le financement de l'économie. Cette transition est en bonne voie et nous croyons fermement que le modèle européen de banque universelle a démontré sa résistance, même en temps de crise, et qu'il est parfaitement capable de fournir l'éventail complet des services financiers à ses clients.

Les produits dérivés continueront de jouer un rôle essentiel dans les besoins de financement et de couverture des utilisateurs finaux. S'agissant notamment des produits dérivés de gré à gré, les engagements du G20 prévoient des exigences en fonds propres relativement plus faibles pour les dérivés compensés et relativement plus élevées pour les transactions non compensées. Les exigences de marge, qui n'étaient pas spécifiées dans le communiqué original de Pittsburgh, ont été rajoutées plus tard dans l'agenda. Ces exigences doivent tenir compte des normes de fonds propres existantes pour

les produits dérivés non compensés et des avantages d'un dispositif robuste de marge de variation.

Nous continuons, à la Société Générale, d'adopter une approche proactive afin de respecter les exigences réglementaires en fonds propres, tout en garantissant que les besoins de nos clients se situent au cœur de notre modèle. Cette attitude montre l'engagement du secteur financier à construire un système financier plus sûr et plus robuste.

En dépit des nuages à court terme, nous restons optimistes sur l'avenir de la banque et de la finance. Pour réaliser ce potentiel, les banques doivent se consacrer, comme il convient, à leur mission de base qui consiste à faciliter et à permettre la croissance en répondant aux besoins des clients et en finançant le développement de l'économie et de l'industrie. Elles doivent agir en prenant des risques appropriés et en veillant à ce que ces risques soient correctement compris, suivis et soigneusement contrôlés. Et elles doivent travailler de façon constructive avec les autorités du monde entier afin d'élaborer un cadre réglementaire du système financier qui favorise une croissance durable et un système financier plus robuste.