



# “RÉDUIRE LES EXPOSITIONS PAR LE *NETTING* ET LA COLLATÉRALISATION”



Richard Metcalfe

Head of policy  
ISDA

Les professionnels de l'industrie des dérivés, et au premier chef, l'ISDA, ont travaillé à la mise en place de procédures standardisées, mais ils s'opposent sur la normalisation des produits, qu'ils jugent inutile, voire risquée.

## INTERVIEW

■ **De par leur nature, les produits dérivés sont porteurs de risques systémiques importants. Quelles mesures l'ISDA préconise-t-elle afin de réduire ce risque ?**

Nous œuvrons à développer les systèmes du *netting* partout, ainsi que les procédures associées au traitement des collatéraux depuis plusieurs années. Nous travaillons en particulier sur le cadre légal applicable auprès d'une cinquantaine de juridictions dans le monde.

En réduisant immédiatement l'exposition au risque de contrepartie, le *netting* des transactions constitue le fondement d'une gestion vertueuse des produits dérivés. Grâce à ce système, si vous me devez 10, et que je vous en dois 9, l'exposition réelle est de 1. Les derniers chiffres publiés par la BIS montrent que ce risque s'est réduit d'environ 85 %.

Le changement important qui est intervenu concerne le fait que le *netting* et les collatéraux sont devenus des classes d'actifs à part entière.

Le *clearing* centralisé ne s'applique qu'à une classe d'actifs, c'est-à-dire, seulement à des dérivés de crédit. Mais le *netting* bilatéral peut s'appliquer à deux classes différentes de dérivés OTC. Les 10 que vous me devez peuvent être en dérivés de crédit, tandis que les 9 que je vous

dois peuvent être des dérivés action. C'est la réalité de l'exposition au risque de contrepartie.

En matière de standardisation des procédures et des contrats, nous avons proposé cette année l'introduction d'un système de coupons standard, qui simplifie le mécanisme d'élaboration des prix. Par contre, nous ne proposons pas de méthode sur la manière dont les participants gèrent leur portefeuille actuel de transactions.

Nous avons également introduit une méthode de mise en place de dérivés de crédit à partir d'un événement de crédit. Ceci rend l'opération plus efficace, en particulier dans le cas de la livraison d'obligations, et lorsque le sous-jacent de la transaction porte sur du *cash*. Si je vous ai vendu une protection sur Lehman Brothers et que nous nous sommes entendus sur un montant, qui reflète la différence entre la valeur de marché des obligations Lehman et la valeur faciale de celles que vous avez émises, vous n'avez pas besoin de vous les procurer pour me les livrer. Cette méthode est devenue maintenant un standard. Elle est formellement acceptée par le marché, et fonctionne dès qu'un événement de crédit affecte une entité.

■ **Dans votre réponse à la consultation de la Commission européenne, figure cette phrase : “We believe the regulatory focus should be on process uniformity, not product uniformity”. Pourriez-vous préciser ?**

Pourquoi voudrait-on une uniformité dans les produits ? Les produits faits sur mesure pour couvrir des risques spécifiques sont tirés par la demande. C'est le cas de tous les dérivés OTC, dérivés de crédit inclus. Si vous retirez au marché la capacité de créer des produits qui viennent en couverture des risques auxquels l'économie réelle est confrontée, vous lui retirez dans le même temps sa capacité à gérer les risques. En d'autres termes, le risque n'est pas réductible à des standards. Chaque défaut d'entreprise résulte de l'occurrence et du mélange de risques différents, que ce soient des taux d'intérêts, des devises, etc.

## FOCUS

## Les produits dérivés, ces mal-aimés

■ “Le marché des produits dérivés souffre de la perception de sa complexité. Mal connu, ses effets positifs sur l'économie sont méconnus du grand public et son traitement médiatique est surdimensionné par rapport à son importance réelle. Premièrement, on comprend souvent mal le mode de calcul des prix: la valeur d'un dérivé varie avec le changement de prix de l'actif sous-jacent. Cette valeur est souvent confondue avec le prix notionnel, qui est le prix de départ. Si la valeur de l'actif sous-jacent ne varie pas, la valeur marked to market du dérivé est de zéro.

Deuxièmement, par l'action combinée du netting et de la collatéralisation, on parle souvent de montants bien inférieurs à ce que les gens imaginent.

La taille du marché des produits dérivés, avant netting, est de 5 000 milliards de dollars. C'est le montant qui changerait de mains si tous les contrats étaient exercés. Ces 5 000 milliards s'entendent « avant collatéraux ». Le marché est en réalité de 2 000 à 3 000 milliards de dollars. En comparaison, le marché obligataire représente 100 000 milliards de dollars. Cela permet de mettre en perspective les sommes en jeu.”

Richard Metcalfe

C'est un moteur de l'innovation. Il y a 50 ans le marché des dérivés de crédit est né de la nécessité de transférer des formes particulières de risques ou d'expositions. Maintenant, des éléments du marché des dérivés de crédit sont standardisés, ce qui génère du trading. Mais une frange des dérivés est toujours destinée à répondre à des besoins très spécifiques.

En conséquence, ces produits remplissent aujourd'hui une fonction très importante sur le marché en rendant le marché plus sûr.

Les procédures standardisées, elles, doivent aider à capturer les informations sur les risques inhérents aux transactions, à les historiser dans un format prédéfini. C'est certainement plus utile que la standardisation des produits eux-mêmes.

■ **Quelle est votre opinion à propos du projet de mise en place d'un central repository européen pour les CDS libellés en euros? Partagez-vous les réticences des États-Unis?**

La question est: quel est l'avantage d'en avoir plus d'un? D'un point de vue général, le coût de création de plusieurs repositories ne peut être ignoré. La vraie pro-

blématique devrait consister, pour les superviseurs, à disposer de toutes les informations sur les positions de risque dans un seul endroit. La détenir dans plusieurs outils rend plus difficile l'établissement d'un panorama complet, ce qui est contre-productif. Mais le point de vue des superviseurs est différent.

■ **Lorsque vous recommandez aux régulateurs européens de se coordonner davantage avec leurs homologues américains et asiatiques, pensez-vous à des thèmes en particulier?**

Il s'agit davantage d'un contexte général. Lorsque les régulateurs parlent avec une vision et une portée internationales, ils ont tout à gagner à partager les perspectives des uns et des autres.

Si l'on se réfère au mode de fonctionnement pour les règles prudentielles, la coordination est bonne, grâce à la BIS, ainsi qu'au comité de Bâle; pour les normes comptables, l'IASB joue un rôle similaire. Un tel mode d'organisation conviendrait aux produits dérivés, qui représentent des marchés réellement internationaux. Les initiatives purement nationales ne peuvent atteindre le même niveau d'exigence, simplement parce que deux têtes valent mieux qu'une.

■ **Considérez-vous que la question du pricing des produits dérivés soit suffisamment prise en compte par les régulateurs?**

C'est l'un des sujets sur lesquels nous souhaiterions que les débats portent plus particulièrement. De notre point de vue, les prix tels qu'élaborés actuellement reflètent la disponibilité de crédits à bas coût. Nous ne parlons pas uniquement de l'impact sur les dérivés de crédit, mais plus globalement d'instruments de crédit. Nous sommes demandeurs d'un débat sur le pricing, ainsi que de tous les facteurs de risques, incluant l'accès peu coûteux au crédit. ■

Propos recueillis par Annick Masounave.

## POUR EN SAVOIR PLUS

## À LIRE

- “Les 100 mots des marchés dérivés”, Delphine Lautier, Yves Simon, Puf, Collection Que Sais-je?, janvier 2009
- “Fool's Gold : How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe”, Gillian Tett, Free Press, mai 2009
- Chronique de droit de marchés financiers: “La réglementation des produits dérivés après le g20 de Pittsburg”, Hubert de Vauplane et Delphine Mariot-Thoreau, *Revue Banque* n°718, p. 81.

## À TÉLÉCHARGER

- Comparaison des trois projets de loi américains : <http://agriculture.house.gov/inside/Legislation/111/OTC-comparison.doc>
- Communication de la Commission européenne, 20 octobre 2009 : <http://europa.eu/rapid/pressRelease-sAction.do?reference=IP/09/1546&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=fr>
- Consultation du CESR sur les trade repositories : [www.cesr.eu/popup2.php?id=6070](http://www.cesr.eu/popup2.php?id=6070)
- “Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives”, BIS Quarterly Review, septembre 2009 [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qto909f.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qto909f.htm)



**Voir aussi :**  
**Banque & Stratégie**  
**n° 275 à paraître**  
**en novembre sur**  
**le même thème.**