

PRÉSENTATION

FRANÇOIS HENROT

PRESIDENT DU DIRECTOIRE DE LA COMPAGNIE BANCAIRE

Les marchés organisés d'options négociables fêtent leur vingtième anniversaire. Depuis, leur naissance à Chicago, les marchés de produits financiers dérivés ont connu une croissance extraordinairement rapide de leur volume et une extension non moins extraordinaire de leurs domaines d'application.

Sans entrer très avant dans les questions de modélisation financière, l'objet de ce dossier spécial est d'expliquer ce que sont aujourd'hui les produits dérivés, de porter un regard sur les conditions d'émergence de leurs marchés, sur les risques économiques qu'ils peuvent induire mais aussi sur leur contribution positive à la sécurité des marchés et des agents économiques.

Si l'on porte un regard rétrospectif sur les évolutions économiques et financières des vingt dernières années, un des phénomènes les plus marquants est sans conteste le développement des marchés de produits financiers dérivés. Il s'agit là d'une innovation majeure qui a des caractéristiques originales :

– Permanence : Depuis le début des années soixante-dix, il n'y a eu aucun reflux dans l'utilisation des produits dérivés. Au contraire, la palette des utilisateurs de ces produits s'est élargie. Les accidents boursiers (notamment le krach de 1987) et monétaires n'ont pas remis en cause cette évolution. Quand des marchés sont parvenus à une certaine maturité, comme les contrats sur Treasury Bonds et sur indices boursiers aux États-Unis, d'autres produits et d'autres marchés sont venus prendre le relais.

– Caractère international : les produits dérivés et notamment les contrats de « futures » se sont d'abord développés aux États-Unis, mais ce mouvement s'est étendu à toutes les places financières d'Europe et d'Asie.

– Caractère multiproduits : tous les actifs financiers négociés sur des marchés liquides sont support d'actifs dérivés : actions, obligations, certificats de dépôts, devises, indices boursiers, swaps et options elles-mêmes.

– Variété des utilisateurs finaux : les produits dérivés, s'ils ont connu une croissance spectaculaire au sein de la sphère financière, où ils facilitent les échanges de risques, sont couramment utilisés par des utilisateurs non spécialisés : compagnies d'assurances, fonds de pension, OPCVM, entreprises industrielles, particuliers, établissements spécialisés dans la distribu-

tion de crédit.

Il est délicat de dater avec précision le développement des marchés de produits dérivés, du moins en ce qui concerne les opérations de gré à gré entre les établissements financiers et leurs clients. Il existe des marchés de produits dérivés dès l'antiquité. En fait, si l'on pousse le paradoxe, on peut remarquer que notre marché des actions à règlement mensuel, dont la disparition est programmée pour la fin de l'année 1993, est un marché à termes d'actions. De même, les stellages et les primes sont des exemples d'opérations conditionnelles très antérieures au développement des marchés modernes d'options négociables. Notons également, les opérations d'émission de bons de souscription d'actions. Enfin, le change à terme est sans doute, par son importance et son antériorité le précurseur et l'inspirateur des contrats à terme financiers négociés sur des marchés organisés.

Le début des années soixante-dix marque néanmoins une rupture, notamment pour les marchés de futures financiers. Ces derniers se sont d'abord développés aux États-Unis, dans les deux grandes Bourses de Chicago et sont la rencontre d'un concept déjà éprouvé sur les matières agricoles (chambre de compensation, dépôt initial de garantie, marquage au marché, standardisation des produits négociés et des échéances de négociation, système d'adhérents et de locaux...) et des produits financiers : 1972 est l'année des premiers contrats à terme sur devises à l'International Monetary Market du Chicago Mercantile Exchange, 1973 voit le démarrage des marchés organisés d'options sur actions au Chicago Board Option Exchange.

Quels ont été les facteurs clés du développement de ces marchés ?

On peut noter que le développement des contrats à terme sur devises était lié à la fin du régime des changes fixes. De façon générale, le mouvement de marchandisation a été certainement bénéfique au développement de produits dérivés, mais n'en constitue pas la cause unique : à preuve le développement du marché des options négociables sur actions individuelles aux États-Unis où le marché boursier était déjà très développé.

Une condition nécessaire au développement d'un marché dérivé est l'existence d'un marché financier de base suffisamment développé, avec une transparence des prix et des coûts de transaction réduits (conditions que ne satisfont pas les marchés immobiliers à l'heure actuelle).

De même, si le développement des systèmes d'information et des technologies de télécommunications a été un élément favorable pour la croissance et l'internationalisation des marchés de produits dérivés, il faut constater que la croissance des produits dérivés a plutôt précédé que suivi ces évolutions technologiques.

Le développement des contrats de swap était lié à des volontés de contourner les réglementations de change et les réglementations restrictives

PRÉSENTATION

sur les émissions et est concomitant au développement de l'euromarché. De même, des imperfections de marché et des arbitrages potentiels de risque de crédit ont facilité le développement du marché des swaps. Mais après la disparition de ces facteurs initiaux, le marché des swaps a continué son développement.

Ainsi, si certains facteurs sont propices au développement des marchés de produits dérivés, ils ne peuvent à l'évidence en expliquer le caractère permanent et son importance.

Ce qui caractérise de façon essentielle le développement des marchés de produits financiers dérivés, c'est la déconnexion entre la fonction d'échange de liquidité et la fonction d'échange des risques financiers de variation des cours des actifs financiers. Cette déconnexion a pour conséquence une réduction du risque de défaut et du risque de livraison. La réduction du risque de défaut facilite les échanges. De fait, les transactions sur les produits dérivés se sont considérablement accrues. La liquidité appelle la liquidité et la baisse des coûts de transaction qui bénéficient aux utilisateurs.

Au cours du dossier, l'utilisation des produits dérivés, notamment les options de change, par les entreprises industrielles est évoquée.

La Compagnie Bancaire est devenue, en tant qu'emprunteur sur les marchés financiers, un utilisateur régulier des produits dérivés ; Swaps de taux et de change après des émissions obligataires, utilisation de contrats Pibor pour la transformation d'échéances ou de contrats notionnels pour la gestion des risques de taux d'intérêt à l'émission, utilisation de caps et de floors pour la couverture des produits vendus à la clientèle.

Les produits financiers dérivés font aujourd'hui partie du paysage financier des utilisateurs finaux. Les établissements de crédit spécialisés, en raison de la déconnexion du risque de liquidité et du risque de taux d'intérêt et de change que permettent les produits dérivés voient leur gestion de bilan facilitée et peuvent mieux adosser leurs actifs, notamment les options cachées que créent la réglementation et leurs passifs.

Par ailleurs, les produits dérivés, ainsi qu'on l'a déjà vu pour les produits d'épargne structurés à capital et à indexation garantie sur l'indice CAC 40 facilitent la mise à disposition de la clientèle de produits nouveaux et performants.

Egalement, les marchés dérivés donnent des indications très utiles sur les anticipations des agents (niveaux des primes d'options par exemple) et facilitent la diffusion d'information et la précision concernant les prix d'équilibre sur le marché. Ainsi, le contrat notionnel est la référence incontournable de l'analyse des marchés de taux.

Bien entendu, comme dans toute relation de long terme, tout utilisateur doit se soucier de la qualité de la gestion des risques financiers par les producteurs et de la capacité à produire des produits dérivés de façon

pérenne. D'une certaine façon, les marchés dérivés sont victimes de leurs succès et de la part importante qu'ils ont pris dans l'économie des marchés financiers. Cette préoccupation quant aux risques induits par le développement des marchés de produits dérivés est à l'évidence partagée par de nombreuses autorités réglementaires et de contrôle.

Afin de mieux apprécier les mouvements de fond liés au développement des produits dérivés, outre les articles de synthèse et les articles liés à des sujets d'actualité, ce dossier contient une rubrique « historique » spéciale sous la forme de trois entretiens : qui d'autre mieux que Leo Melamed, Myron Scholes ou Gérard de la Martinière aurait pu parler en tant que témoin et acteur du développement des marchés dérivés ?

Leo Melamed, inventeur des marchés de futures financiers à Chicago, aujourd'hui Chairman Emeritus du Chicago Mercantile Exchange, est un témoin vivant de l'histoire des marchés financiers, une histoire qui a été aussi une aventure ¹.

Myron Scholes est avec Fischer Black celui qui a révolutionné la technique financière en 1973, alors jeune titulaire d'un Ph'D, en publiant l'article fondateur sur l'évaluation des options, ce qui a puissamment contribué au développement de ces marchés. Aujourd'hui professeur à Stanford et managing director chez Salomon Brothers, il est également un témoin de premier ordre.

10

Si les Américains ont assurément la paternité historique des marchés de futures, nous pouvons être fiers de la réussite brillante du MATIF. Gérard de la Martinière, son promoteur et qui a présidé à ses destinées tire aujourd'hui les leçons de cette expérience, qui a été également une réussite collective de la Place de Paris, à l'heure où les enjeux européens deviennent de plus en plus vifs.

Enfin, je veux remercier au nom de la Revue d'Économie Financière, Jean-Paul Laurent et Catherine Lubochinsky qui ont réalisé ce numéro en conduisant les entretiens et en coordonnant les articles.

1. Leo Melamed est l'auteur d'un ouvrage récent sur l'histoire du Chicago Mercantile Exchange : « Leo Melamed on the Markets », John Wiley and Sons.