

Les produits dérivés constituent-ils un danger pour la stabilité du système financier mondial ?

On entend souvent dire, de nos jours, que le développement quasi-exponentiel des produits dérivés constituent un danger croissant pour la stabilité du système financier mondial. Qu'en est-il au juste ?

Il existe quatre catégories de produits dérivés en matière de finance de marché :

- 1^{ère} catégorie : les produits dérivés à formule mathématique ne reposant pas sur la détention réelle d'un sous-jacent physique.

Ils sont constitués par du papier émis par les banques et qui ne fait l'objet d'aucune contrepartie physique. Le contrat entre l'investisseur et l'émetteur est constitué par une formule mathématique dont le paramètre central est, certes, constitué par la cotation d'un actif tangible mais qui ne repose néanmoins sur aucune détention de ce sous-jacent physique.

Parmi ces produits dérivés, on compte les options émises par les banques, les warrants, les certificats d'investissement sans effet de levier ou avec effet de levier (ces derniers étant appelés « turbos ») émis par les banques et par les sociétés cotées, les ETN (*Exchange Traded Notes*), les CFD (contrats sur différence) et les produits structurés à architecture complexe conçus par les banques et commercialisés auprès de leur clientèle.

Ces produits (contrats *forward*, options, warrants, turbos, CFD, ETN) sont émis par les banques et sont donc cotés sur des marchés de gré à gré, organisés et régulés directement par les institutions financières privées (banques et sociétés de courtage). Toutefois, les certificats d'investissement et les warrants émis par les sociétés cotées et certains contrats à terme (ces derniers étant appelés *futures* sur indices) sont cotés sur des marchés réglementés, c'est-à-dire sur des marchés organisés et supervisés par les pouvoirs publics. Quant aux produits structurés, ils ne sont pas cotés du tout : ce sont de simples contrats privés passés entre la banque émettrice et ses clients et qui sont appelés à vivre leur vie jusqu'à l'échéance prévue au contrat.

Les produits dérivés de première catégorie constituent en fait de simples paris comme il en existe au casino ou autour des tables de poker.

La banque émettrice désigne un actif tangible et propose une formule d'indexation sur cet actif et les variations, à la hausse ou à la baisse, qu'il est susceptible de connaître dans un proche avenir sur son marché de cotation. Pour autant, elle n'est pas tenue d'acheter ou de vendre cet actif de manière à se porter contrepartie de l'argent injecté par ces investisseurs dans ces contrats.

Ces formules mathématiques sont calculées de manière que, pour la plupart de ces produits (hormis les CFD, les ETN, les certificats d'investissement émis par les entreprises et certains certificats d'investissement émis par les banques), le papier émis perde sa valeur dans le temps. Ces mêmes produits dérivés ont, par ailleurs, et pour la plupart d'entre eux, une durée de vie limitée. Il en résulte que la probabilité pour les investisseurs de gagner de l'argent au détriment des banques émettrices est très faible, exactement comme est très faible la probabilité pour un joueur de gagner de l'argent au détriment d'un casino. Et lorsque les investisseurs gagnent de l'argent grâce aux formules d'indexation comportant une garantie comme dans certains produits structurés, la banque émettrice en gagne davantage encore que les souscripteurs en ayant pris soin, par derrière et hors contrat, d'investir, pour son propre compte, dans des actifs tangibles, tout ou partie des sommes collectées.

En conséquence, ces produits dérivés ne constituent pas de danger pour l'équilibre du système financier mondial. En revanche, ils sont une source permanente de pertes pour les épargnants (ou de moindre gain dans le cas de certains produits structurés à garantie). Ils forment en fait un système légal et organisé de captation (ou de spoliation) d'une fraction de l'épargne privée au bénéfice des institutions financières et, donc, de récupération d'une partie des revenus distribués aux ménages (l'autre mode de récupération restant celui, obligatoire et à visée redistributive ou d'investissement public, qui est constitué par le système fiscal et social).

- 2^{ème} catégorie : les produits dérivés réellement adossés à des actifs physiques tangibles. Ces produits dérivés sont essentiellement constitués par les ETF (*Exchange Traded Funds*) sur indices d'actions ou d'obligations ainsi que par les ETC (*Exchange Traded Commodity*), qui permettent aux investisseurs d'avoir indirectement accès aux *futures* sur matières premières.

Leur mode de fonctionnement n'est pas différent de celui des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM, constitués par les SICAV et les Fonds communs de placement). La différence avec les OPCVM réside dans le fait que, contrairement à ces derniers, ils sont gérés de façon passive. C'est pourquoi on parle à leur propos de « gestion quantitative » ou encore de « gestion passive » par opposition, respectivement, à la « gestion discrétionnaire » ou à la « gestion active » des OPCVM. Ils ne sont négociables que sur des marchés réglementés.

Ces produits dérivés consistent en définitive à reproduire fidèlement les variations, à la hausse comme à la baisse, d'un panier d'actions, d'obligations ou de matières premières grâce à l'achat et à la vente des actifs sous-jacents figurant dans le contrat. Qu'ils soient « physiques » ou « synthétiques », leur mode fonctionnement est toujours le même. Le gérant des produits dérivés « physiques » est obligé de répercuter, sur les marchés d'origine des actifs concernés, les ordres d'achat ou de vente des parts de ce produit dérivé provenant des investisseurs. Celui des produits dérivés dits « synthétiques » procède de la même manière, mais à l'aide d'un second gérant, pouvant travailler dans une autre banque que la sienne et qui, de son côté, possède les titres physiques concernés. Le premier gérant passe alors avec ce second gérant des contrats *swaps* (revenant à échanger la performance des titres détenus par les deux protagonistes au contrat) qui lui permettent de reproduire fidèlement un indice dont il ne possède pourtant pas les titres entrant dans sa composition.

Les produits dérivés de deuxième catégorie ont donc toujours, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire de contrats *swaps*, une contrepartie physique constituée par des actifs tangibles : panier d'actions, panier d'obligations ou encore contrats à terme de matières premières. Ils peuvent l'être positivement (le produit dérivé voit sa valeur augmenter lorsque l'indice de référence ou le cours des matières premières progresse) ou négativement (le produit dérivé voit sa valeur augmenter lorsque l'indice de référence ou le cours des matières premières baisse).

Lorsque le solde journalier des acheteurs et des vendeurs d'un tel produit dérivé est positif (les acheteurs l'emportant sur les vendeurs), le gérant est tenu d'acheter (produits dérivés indexés positivement) ou de vendre (produits dérivés indexés négativement), dans la limite de ce solde, les actifs correspondant au panier du contrat. Il doit le faire en respectant les proportions des titres du panier constitué par l'indice figurant au contrat.

Lorsque le solde journalier des acheteurs et des vendeurs du produit dérivé est négatif (les vendeurs l'emportant sur les acheteurs), le gérant est tenu de vendre (produits dérivés indexés positivement) ou d'acheter (produits dérivés indexés négativement), toujours dans la limite de ce solde, ces actifs sous-jacents dans les proportions pareillement requises au contrat.

On voit donc bien qu'effectuer une transaction sur le marché des produits dérivés de deuxième catégorie constitue un moyen indirect (et même doublement indirect dans le cas des produits « synthétiques »), mais réel, d'effectuer plusieurs transactions, toutes de même sens ou toutes de sens opposé, sur les marchés des actifs financiers tangibles (actions, obligations, matières premières). Ils ne présentent par conséquent aucun danger pour l'équilibre du système financier mondial, sauf défaut de la banque émettrice ou de la banque avec laquelle les contrats *swaps* précités sont passés (mais cela renvoie alors au problème de la solvabilité des banques, lequel est d'une tout autre nature que la question qui est posée ici).

Le seul cas où de tels produits pourraient constituer un danger, soit pour l'épargnant, soit pour le système financier dans son ensemble, serait celui des fonds ou ETF à effet de levier, impliquant des transactions sur les marchés d'options. Le cas est particulièrement sensible pour les produits à effet de levier baissiers, dont l'achat massif par les spéculateurs risquerait d'entraîner les marchés financiers dans une spirale de baisse incontrôlée mettant en péril, *in fine*, les institutions financières elles-mêmes.

Mais cette classe de produits dérivés est particulièrement surveillée par les autorités de marché, lesquelles, lors des crises financières précédentes, n'ont pas hésité à interdire, sous peine de lourdes sanctions financières, les transactions sur ce genre de produit au-delà du montant nécessaire à la stricte couverture des positions longues détenues par ailleurs sur des actifs tangibles de même classe.

- 3^{ème} catégorie : les produits dérivés à formule mathématique reposant, à terme, sur la détention d'un sous-jacent physique.

Ces produits dérivés constituent une catégorie intermédiaire entre les produits dérivés de première catégorie et ceux de deuxième catégorie. Ils commencent leur vie comme des produits dérivés de première catégorie (à cette différence près qu'il n'y a pas de casinotier émetteur de ces produits) et la finissent comme ceux de la deuxième catégorie. Ils sont donc *in fine* assimilables à ces derniers.

Les produits dérivés concernés sont les options négociables sur actions, sur indices ou sur instruments financiers ainsi que les contrats à terme qui se négocient sur les marchés de *futures* sur actions et sur matières premières (les *futures* sur indices ont été classés dans la première catégorie, car ils ne peuvent se régler, à l'échéance, par l'acquisition ou la cession d'un actif tangible).

Ces produits sont cotés sur des marchés réglementés, tout comme les produits dérivés de deuxième catégorie.

Les acheteurs de ces produits trouvent comme contrepartie d'autres investisseurs qui sont, eux, vendeurs. Leur prix n'est pas fonction de l'offre et de la demande du produit dérivé concerné, mais, d'une part, de l'offre et de la demande affectant son sous-jacent et, d'autre part, du temps lui restant à vivre et de son prix d'exercice (dont la fixation détermine par ailleurs le montant de l'effet de levier). A terme, l'évolution du cours du sous-jacent décide du sens et du montant des transferts finaux entre acheteurs et vendeurs. La somme des soldes est nécessairement nulle : ce que perdent les uns, les autres le gagnent, et réciproquement. A l'échéance, les contrats se transforment nécessairement en actifs physiques (à moins qu'ils ne perdent toute valeur). Ils équivalent alors, dans le meilleur des cas, à l'achat ou à la vente de titres sous-jacents sur leur marché de cotation, tout comme les produits dérivés de deuxième catégorie.

Les produits dérivés de troisième catégorie sont donc des outils qui permettent d'effectuer des paris sans l'intervention d'un casinotier et ce, contrairement aux produits dérivés de première catégorie. Ils se contentent, sous la surveillance des autorités de marché, de mettre en rapport

des acheteurs et des vendeurs, assurant *in fine*, d'une part, un transfert d'argent entre perdants et gagnants et, d'autre part, un achat ou une vente de titres physiques ou de matières premières lorsque ces contrats parviennent à leur terme sans avoir perdu la totalité de leur valeur. Ils sont, en quelque sorte, un moyen pour les investisseurs d'acheter ou de vendre des titres physiques ou des matières premières à terme au lieu de le faire au comptant et, à cette occasion, de faire jouer un effet de levier qui se traduit par des gains ou des pertes qui, au total, se compensent.

Il n'y a donc aucun effet possible sur l'économie réelle ou sur la stabilité du système financier mondial, contrairement à ce qui s'écrit à tort, ici et là, depuis des décennies.

En particulier, il n'y a *aucun effet-prix sur la cotation au comptant des matières premières agricoles*, contrairement aux idées reçues en la matière. Le prix des denrées agricoles ne dépend que d'un seul facteur : l'offre et la demande de produits finaux, c'est-à-dire, en dernier ressort, et pour un niveau donné de la demande, les *aléas climatiques*. Les marchés à terme n'interviennent jamais sur le prix final au comptant de ces denrées. Ils n'interviennent que pour déterminer, à la fin de l'exercice, les gains et pertes (dont la somme est nulle) des agriculteurs et des spéculateurs qui y ont pris position, les premiers pour se garantir un revenu sûr, les seconds pour parier sur la survenue ou non de ces aléas climatiques. Tout autre discours en la matière relève de *fake news* à caractère idéologique propagées par des officines politiques faisant de la dénonciation du monde de la finance leur fonds de commerce électoral.

- 4^{ème} catégorie : les créances sur l'économie privée faisant l'objet d'une titrisation.

L'exemple le plus célèbre est celui des CDO (créances sur prêts immobiliers et créances sur prêts à la consommation titrisés) qui déboucha en 2007-2008 sur la crise des *subprimes*. Cette catégorie de produits dérivés est la seule qui soit véritablement dangereuse pour la stabilité du système financier mondial, car ces produits consistent à émettre du papier adossé à de la dette privée : dette sur emprunts immobiliers et dettes sur prêts à la consommation. Lorsque l'endettement privé des ménages (et, accessoirement, des entreprises) dépasse leur capacité de remboursement, sa titrisation reporte sur le système financier (et, *in fine*, sur les déposants et les contribuables) le risque de défaut des agents.

En conclusion, le développement des produits dérivés ne constitue pas, de notre point de vue, un réel danger pour la stabilité du système financier mondial, à l'exception des produits de 4^{ème} catégorie (titrisation des créances sur l'économie privée). Au contraire, les produits dérivés de la première catégorie constituent une source d'enrichissement (au détriment des épargnants) pour les banques et les sociétés de courtage tandis que les produits dérivés de la deuxième catégorie facilitent le déplacement de l'épargne bancaire des ménages placée à court terme vers les marchés de titres physiques, et donc vers l'économie réelle, tout en apportant aux banques émettrices des compléments de ressources sous la forme de frais de fonctionnement prélevés sur la performance finale de ces produits. Quant aux produits de la troisième catégorie, ils passent à l'échéance, lorsqu'ils n'ont pas perdu toute valeur, de la première à la deuxième catégorie tandis qu'ils permettent, avant leur terme, d'opérer un transfert de richesse des perdants vers les gagnants sans que les marchés des sous-jacents physiques en soient affectés.

Hervé Beaudin,

le 26 août 2024