

.6 276 7831 (F)

CA1  
EA534  
95C11  
FRE  
ex.1  
DOCS

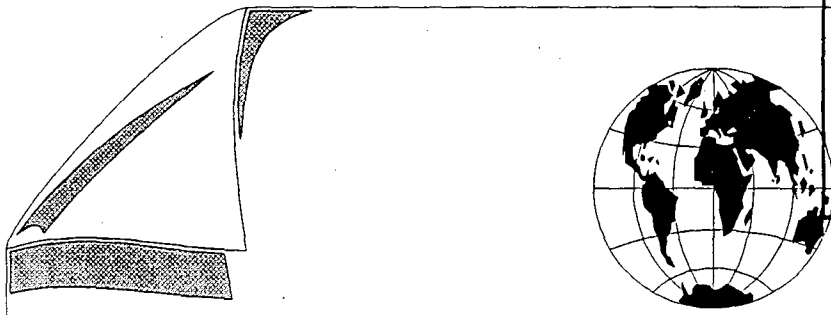
NON CLASSIFIÉ

# COMMENTAIRE No. 11 du GROUPE des POLITIQUES

Dept. of External Affairs  
Min. des Affaires extérieures

MAY 20 1996

RETURN TO DEPARTMENTAL LIBRARY  
RETOURNER A LA BIBLIOTHEQUE DU MINISTERE

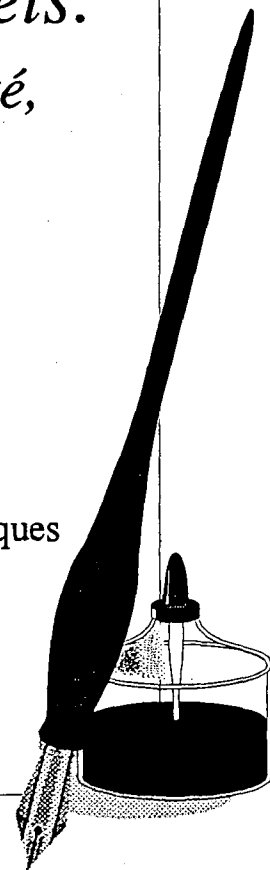


## *Négociateurs en baskets: Produits dérivés, volatilité, risque et surveillance*

James McCormack  
*Économiste*

Direction des politiques économique  
et commerciale (CPE) Groupes des politiques

( Mai 1995 )



Les commentaires du Groupe des politiques prennent la forme de brefs documents portant sur des questions intéressant les personnes et milieux qui suivent la politique étrangère. Les opinions exprimées ne traduisent pas forcément celles du Canada. Les lecteurs sont priés de faire parvenir à auteurs leurs observations ou demandes d'informations.

43 276 224

## **Négociateurs en baskets : produits dérivés, volatilité, risque et surveillance**

Les perturbations récentes qui ont secoué les marchés financiers, telles que la ruine de la Barings Bank, la crise économique au Mexique et la chute du dollar américain par rapport au mark et au yen, ont fait grand bruit. Pour les médias d'information et d'autres observateurs, ces événements révèlent la précarité croissante du système financier mondial, lequel semble ne pas pouvoir réagir aux secousses et être de plus en plus livré à la spéculation et soumis à l'influence des produits dérivés difficiles à comprendre. C'est pourquoi, dans le secteur tant public que privé, on a lancé un appel aux chefs d'État du G-7, devant se réunir bientôt à Halifax, pour « agir » en vue de rendre le marché financier plus stable. Ce Commentaire vise à fournir, par l'examen des marchés des produits dérivés, certains éléments d'information devant servir à orienter les mesures à envisager par les dirigeants du G-7 pour que leurs efforts produisent les meilleurs résultats et atténuent les risques que présentent l'instabilité et les produits dérivés pour les marchés et les maisons de courtage intervenantes<sup>1</sup>.

Deux thèmes liés sous-tendent la plupart des mesures proposées pour la réforme des marchés financiers. Le premier est la volatilité excessive de ces marchés, surtout ceux du change. Le second se rapporte à la crainte que les afflux massifs et instantanés de capitaux puissent lier les marchés à tel point qu'un effondrement des institutions (comme la faillite de la Barings Bank) ou des difficultés sur un marché donné (comme le Mexique) se propagent rapidement et de façon incontrôlée à l'échelle mondiale. Le risque que l'on ne puisse empêcher que les troubles sur un marché ou d'une maison de courtage ne se répercutent de façon nuisible sur d'autres marchés ou maisons de courtage est qualifié de risque systémique. Avant d'examiner le bien-fondé de ces préoccupations, il convient d'expliquer brièvement ce que sont les produits dérivés, à quoi ils servent et les marchés sur lesquels ils sont négociés.

### **Les produits dérivés : que sont-ils et où sont-ils négociés?**

Un produit dérivé est un instrument financier dont la valeur est liée au prix d'un titre ou d'une marchandise de base sous-jacents, ou en est dérivée. Les formes les plus courantes et les mieux connues sont les contrats à terme et les (contrats à)

---

<sup>1</sup> Pour un commentaire publié antérieurement sur la volatilité des taux de change, voir McCormack, J., *Pas encore sortis de Bretton Woods : déséquilibre des taux de change, commerce et réformes proposées*, Commentaire du Groupe des politiques, n° 6, février 1995.

options. Un contrat à terme est un instrument précisant les conditions d'achat ou de vente d'un actif à une date future. Un contrat à option est un instrument semblable ne comportant cependant pas, pour le détenteur, l'obligation d'acheter ou de vendre, ce dernier agissant de la sorte uniquement si une telle opération est à son avantage. Un produit dérivé a pour objet de permettre la séparation et l'échange de risques associés au prix de l'actif sous-jacent. La « division » de ces risques permet le transfert de certains de ces risques à d'autres agents mieux en mesure de les assumer ou de les gérer, ou plus disposés à le faire. Les produits dérivés peuvent servir non seulement à la gestion du risque, mais aussi à des fins de spéculation par laquelle le détenteur court délibérément certains risques uniquement dans l'espoir de réaliser des profits de l'évolution des cours de l'actif sous-jacent.

Les produits dérivés sont négociés de deux façons : en bourse officielle (marché organisé) ou sur le marché de gré à gré. Les bourses officielles, comme la Chicago Mercantile Exchange, offrent des contrats standardisés, fixent le montant de la couverture requise et jouent le rôle de maison de compensation garantissant l'exécution des contrats. La bourse officielle, elle-même la contrepartie dans chaque opération, est réglementée par les pouvoirs publics. Le marché de gré à gré est un marché non officiel où se rassemblent les courtiers ou contrepartistes (principalement des banques commerciales ou des banques d'investissement) et où les opérations sont informatisées. Les contrats négociés sur le marché de gré à gré ont l'avantage de pouvoir être adaptés à des exigences particulières, autrement dit, ils ne sont pas nécessairement standardisés. Les courtiers gèrent leurs portefeuilles de produits dérivés par des opérations de couverture destinées à les protéger contre les risques associés aux contrats négociés de gré à gré et consistant soit à aboucher les parties souhaitant compenser différents risques, soit à recourir à des produits dérivés négociés en bourse officielle<sup>2</sup>.

Sur les marchés de produits dérivés, dont ceux du Canada, les intervenants prédominants sont un nombre relativement restreint de grandes banques commerciales, de banques d'investissement et de maisons de courtage en valeurs mobilières<sup>3</sup>. Cela tient au fait que les utilisateurs de produits dérivés préfèrent généralement faire affaire avec les institutions ayant la meilleure cote de crédit et,

---

<sup>2</sup> Voir Abken, P.A., « Over-the-Counter Financial Derivatives : Risky Business? », *Economic Review*, vol. 79, n° 2, Federal Reserve Bank of Atlanta (GA), mars-avril 1994, p. 4.

<sup>3</sup> Voir, O'Connor, S.M., *The Development of Financial Derivatives Markets: The Canadian Experience*, Rapport technique n° 62 de la Banque du Canada, Ottawa, juin 1993, p. 28-29; voir aussi Quinn, B., *Derivatives - A Central Banker's View*, Quarterly Bulletin, Bank of England, Londres (R.-U.), août 1994, p. 278.

compte tenu de la complexité de ce type d'instrument financier, l'expertise nécessaire (comme l'ont habituellement les plus grandes institutions) pour fournir des services efficaces.

En 1993, l'encours nominal des produits dérivés négociés en bourse atteignait près de 7,84 billions de dollars US<sup>4</sup>. En 1992, dernière année pour laquelle il existe des données complètes, l'encours nominal des produits dérivés traités de gré à gré s'élevait à environ 5,3 billions de dollars US<sup>5</sup>. À la fin de 1993, par comparaison, la valeur des obligations, des billets et autres titres d'emprunt de tous les emprunteurs des secteurs public et privé, sur les marchés de valeurs mobilières nationaux et internationaux (à l'exclusion des produits dérivés) totalisait 19,3 billions de dollars<sup>6</sup>.

Pourquoi, alors, les produits dérivés suscitent-ils autant d'attention (surtout négative)? Cela tient surtout à la combinaison de la taille et de la croissance rapide du marché, à la possibilité d'exercer un effet de levier considérable par le recours à ces produits<sup>7</sup>, au fait que ces opérations (du moins de gré à gré) échappent généralement à la réglementation, et au fait qu'il est possible de rendre ces produits très complexes et que quelques intervenants seulement dominent le marché. Dans ce contexte, passons maintenant à une analyse des préoccupations liées à la volatilité et au risque systémique.

---

<sup>4</sup> Voir Banque des règlements internationaux, *64<sup>th</sup> Annual Report*, Bâle (Suisse), juin 1994, p.112. L'encours nominal des produits dérivés n'est pas une évaluation exacte du risque de crédit. Le risque de crédit associé à un produit dérivé correspond à ce qu'il en coûterait pour remplacer le contrat advenant le non-paiement par l'une des parties. Le risque de crédit ne représente donc qu'une petite partie du montant nominal.

<sup>5</sup> Voir Banque des règlements internationaux, *op. cit.*, p. 112.

<sup>6</sup> Voir Banque des règlements internationaux, *op. cit.*, p. 111.

<sup>7</sup> Un exemple simple fait ressortir l'effet de levier que peuvent avoir les produits dérivés. Un investisseur, au lieu d'acheter un actif, peut se procurer une option d'achat sur un actif dont il anticipe une hausse de prix. Le détenteur d'une option d'achat a la possibilité de se porter acquéreur d'un lot d'actifs à un prix déterminé, à la date de levée convenue ou avant celle-ci. Le prix de l'option représente une fraction de celui de l'actif sous-jacent, mais, si le prix de cet actif augmente, le détenteur peut réaliser des profits s'il détient réellement l'actif.

## La première préoccupation : trop grande volatilité des marchés financiers Quelles mesures prendre, s'il y a lieu?

### La taxe de Tobin

Une mesure déjà envisagée qui attire à nouveau une grande attention, comme moyen d'atténuer la trop forte volatilité des marchés financiers et en particulier des marchés du change, est la taxe sur les opérations, maintenant connue sous le nom de taxe de Tobin<sup>8</sup>. De l'avis de certains, une taxe peu élevée sur chaque opération effectuée sur un marché financier — notamment sur l'échange de produits dérivés — permettrait de diminuer la spéculation et, donc, d'atténuer la volatilité et d'améliorer l'efficacité des marchés financiers.

En dépit du fait que la taxe de Tobin paraisse intuitivement attrayante, elle n'aurait pas les effets souhaités. Cette taxe vise les courtiers qui se livrent à la spéculation sur des devises (ou d'autres actifs) au moyen d'une série d'opérations à très court terme ayant pour but de réaliser des gains correspondant à un faible pourcentage sur de gros volumes. Toutefois, même une taxe peu élevée sur chaque opération (le taux avancé souvent étant de 0,5 %) pourrait être suffisante pour réduire la liquidité des marchés financiers et avoir pour effet véritable d'accentuer la volatilité<sup>9</sup>. De plus, les autorités fiscales ne pouvant cibler précisément les spéculateurs, la taxe serait applicable à tous les intervenants sur les marchés, dont ceux qui cherchent à se protéger contre les risques courus légitimement en affaires. La taxe, si faible en soit le taux, pourrait vraisemblablement faire croître le prix des instruments de couverture au-delà de la capacité financière de certaines entreprises et, en fin de compte, réduire l'activité économique. En outre, il faudrait que la taxe de Tobin soit appliquée à l'échelle mondiale en même temps et au même taux, sans quoi les intervenants iraient à l'étranger, dans des pays où leurs opérations seraient

---

<sup>8</sup> Pour une analyse des taxes sur les opérations, voir Hakkio, C.S., « Should We Throw Sand in the Gears of Financial Markets? », *Economic Review*, vol. 79, n° 2, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City (MO), Deuxième trimestre de 1994, p. 17-30; France V.G., Kodres, L. et Moser, J.T., « A Review of Regulatory Mechanisms to Control the Volatility of Prices », *Economic Perspectives*, vol. 18, n° 6, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago (IL), novembre-décembre 1994, p. 15-25; Eichengreen, B., Tobin, J. et Wyplosz, C., « Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance », *The Economic Journal*, n° 105, Blackwell Publishers, Oxford (U. K.), janvier 1995, p. 16-72; Garger, P. et Taylor, M.P., « Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note », *The Economic Journal*, n° 105, Blackwell Publishers, Oxford (U. K.), janvier 1995, p. 173-180.

<sup>9</sup> Les marchés caractérisés par une moins grande liquidité sont jugés plus instables puisqu'il peut se creuser, entre le cours acheteur et le cours vendeur, d'importants écarts susceptibles de provoquer de fortes fluctuations des cours.

exemptées de cette taxe ou assujetties à un taux inférieur. Sur le plan pratique, la coordination et la coopération requises pour appliquer mondialement une telle taxe présentent des difficultés innombrables et sans doute insurmontables.

### La maîtrise des marchés de produits dérivés

Selon la Banque des règlements internationaux, les produits dérivés, même s'il est peu probable qu'ils déclenchent des changements brusques sur les marchés, peuvent favoriser et peut-être même accentuer parfois la volatilité des marchés financiers<sup>10</sup>. Cependant, cela ne veut pas dire qu'il soit souhaitable, durant une période de forte volatilité, d'imposer à la négociation des produits dérivés des restrictions plus rigoureuses que celles qui sont déjà prévues pour la plupart des bourses. De telles restrictions des opérations suivant les variations des cours, qualifiées de coupe-circuits, visent à éviter une surchauffe possible des marchés ou « surréaction » aux événements et, en général, à diminuer la volatilité. Ni les études théoriques ni les résultats empiriques ne montrent de façon probante que la limitation des cours peut réduire et réduit effectivement la volatilité attribuable à plus qu'une surréaction à très court terme résultant, par exemple, de la désinformation. Par conséquent, l'efficacité de la limitation des cours demeure très douteuse<sup>11</sup>.

Il est possible que les produits dérivés accentuent certains épisodes de volatilité, mais ce n'est pas nécessairement le cas<sup>12</sup>. En fait, les produits dérivés ont été créés à l'origine pour contrer la volatilité des marchés financiers qui est apparue depuis l'augmentation des flux internationaux de capitaux à la fin des années 60 et s'est maintenue en raison de l'échec du système de Bretton Woods et des taux d'inflation élevés et fluctuants durant les années 70. Il est incorrect de penser que les produits dérivés ont uniquement pour effet d'accroître la volatilité. Comme nous l'avons expliqué précédemment, les produits dérivés sont généralement utilisés comme instruments de gestion du risque. Ils peuvent donc atténuer la tendance à la

---

<sup>10</sup> Voir Banque des règlements internationaux, *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets*, Bâle (Suisse), novembre 1994, p. 19-20.

<sup>11</sup> Voir France, V.G., Kodres, L. et Moser, J.T., *op. cit.*, p. 19-22.

<sup>12</sup> En fait, Kuprianov fait état d'une étude de 1993 par le conseil d'administration du Federal Reserve System, le Federal Deposit Insurance System et l'Office of the Comptroller of Currency dans laquelle les auteurs concluent que la volatilité du marché européen des changes en septembre 1992 aurait été plus prononcée si les institutions financières avaient été incapables de gérer leur position de change à l'aide de produits dérivés. Voir Kuprianov, A., « Over-the-Counter Interest Rate Derivatives », *Economic Quarterly*, vol. 79, n° 3, Federal Reserve Bank of Richmond (VA), été 1993, p. 85.

surréaction provoquée par les opérations dites « imitatives » par lesquelles des investisseurs tentent d'éviter des pertes futures possibles par la vente d'actifs en période de baisse des cours et par l'achat d'actifs en période de hausse. Les produits dérivés ayant notamment pour objet de fournir une protection contre le risque de fluctuation des cours, ils peuvent réduire la fréquence de la négociation « imitative » défensive.

**La seconde préoccupation :  
intégration des marchés financiers et risque systémique**

Plusieurs études ont signalé que l'ampleur et la concentration des opérations sur produits dérivés, et les liens résultants entre les maisons de courtage et les marchés, peuvent accélérer et rendre plus difficile à limiter la propagation de toute difficulté financière d'une maison de courtage ou d'un marché donnés<sup>13</sup>. Même si des difficultés ayant rapport aux produits dérivés, dont la faillite de la Barings Bank, n'ont jamais produit d'instabilité financière systémique, ce risque systémique est encore considéré comme l'un des plus menaçants associés à l'expansion des marchés de produits dérivés.

**La suffisance du capital**

Pour toute institution financière, le capital est le moyen de se protéger contre les pertes ne pouvant être compensées par les recettes courantes. En 1988, des représentants d'organismes de surveillance des banques de douze pays ont mis au point des normes visant les fonds propres pour risque, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux. Connu sous le nom d'Accord de Bâle, cet accord avait pour objet non seulement d'uniformiser les normes internationales concernant les fonds propres des banques, mais aussi à renforcer le système bancaire international à cet égard, en liant explicitement les besoins en fonds propres des banques à leur profil de risque<sup>14</sup>.

Étant donné le dynamisme des marchés financiers internationaux, caractérisé notamment par la succession rapide des nouveaux produits et la création de nouveaux rôles pour les banques, il faudra continuellement raffiner l'Accord de Bâle. De plus,

---

<sup>13</sup> Voir, par exemple, General Accounting Office, *Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System*, Washington (DC), mai 1994, p. 39.

<sup>14</sup> Voir, Hayward, P.C., « Prospects for International Cooperation by Bank Supervisors », *The International Lawyer*, vol. 24, n° 3, American Bar Association Press, Chicago (IL), automne 1990, p. 788-789.

l'évolution constante des liens entre les banques et les autres institutions financières suppose nécessairement des liens solides et de plus en plus étroits entre les organes de surveillance respectifs. La modification de l'Accord de Bâle et le resserrement des liens entre les organes de surveillance sont déjà amorcés. En juillet 1994, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a rendu public un cadre modifié de calcul des risques de crédit des banques tenant compte des risques en rapport avec les produits dérivés<sup>15</sup>. Parallèlement, le Comité et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont publié des lignes directrices complémentaires sur la gestion des risques associés aux produits dérivés.

En dépit d'une meilleure adaptation des besoins en capital des banques en fonction de leurs activités en produits dérivés et d'un plus grand rapprochement des organes de surveillances des banques et autres institutions financières, il reste encore beaucoup à faire. Aux États-Unis, par exemple, les maisons de courtage en valeurs et les sociétés d'assurance qui se livrent à la négociation de produits dérivés de gré à gré ne sont soumises à aucun examen ni à aucune norme de fonds propres<sup>16</sup>. À l'échelle internationale, les efforts d'établissement de normes mondiales visant les fonds propres des maisons de courtage ont donné lieu à de sérieux désaccords entre les organes de surveillance<sup>17</sup>.

À l'heure actuelle, il n'existe pas de forum international permettant aux organes de surveillance non bancaire de se réunir pour un examen de l'évolution des marchés ou un échange d'information sur les risques systémiques possibles. Ce Commentaire propose la création d'un tel forum pour qu'un groupe international de représentants des organes de surveillance non bancaire puisse se réunir périodiquement et entretenir d'étroits rapports avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Une des importantes fonctions du nouvel organisme consisterait à décider collectivement (avec le Comité de Bâle) s'il y aurait lieu de réorienter le mécanisme global de surveillance internationale. Deux solutions possibles sont l'élargissement du système déjà en place pour les banques (avec insistance sur les considérations de prudence) ou, dans une perspective plus fonctionnelle, la surveillance des services financiers fournis par les

---

<sup>15</sup> Voir, Banque des règlements internationaux, *International Banking and Financial Market Developments*, Bâle (Suisse), novembre 1994, p. 23.

<sup>16</sup> Voir General Accounting Office, *op.cit.*, p. 11.

<sup>17</sup> Le principal écueil a été l'établissement des montants appropriés de capital à inscrire dans les registres des opérations sur actions. Voir Goldstein, M. et Folkerts-Landau, D., *International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues*, Fonds monétaire international, Washington (DC), septembre 1994, p. 12.



institutions financières et de leurs activités. Certains ont soutenu que la seconde solution ne suppose aucune distinction, en matière de réglementation, entre les différentes formes juridiques d'institutions financières. Les organes de surveillance suivraient les activités des institutions en fonction de codes de conduite mis au point dans le secteur. Il s'agirait essentiellement d'une réorientation vers l'autoréglementation, l'attention des organes de surveillance étant portée sur certaines institutions, par exemple, celles dont le ratio de fonds propres est plus faible ou celles dont les systèmes de gestion du risque sont moins perfectionnés<sup>18</sup>.

#### Le risque systémique et le risque de crédit vis-à-vis de la contrepartie

En raison des liens très étroits entre les entreprises ayant recours aux produits dérivés, des difficultés systémiques pourraient surgir si, par exemple, une grande maison de courtage se trouvait en difficulté financière l'empêchant de s'acquitter de ses engagements en qualité de contrepartie dans une opération de gré à gré. Il s'agit du risque de crédit vis-à-vis de la contrepartie, lequel est comparable au risque de crédit que courent les banques qui consentent des prêts. La capacité des négociateurs en produits dérivés d'évaluer et de surveiller le risque de crédit de contrepartie et de réagir de manière efficace est essentielle au bon fonctionnement des marchés de gré à gré de produits dérivés. La diminution du risque de crédit de contrepartie, en faisant uniquement affaire avec des intervenants ayant une bonne cote de crédit, pourrait être un moyen de réduire le risque systémique.

Sur les marchés, l'évaluation du risque de crédit de contrepartie est déjà facilitée par la publication de cotes de crédit de contrepartie par les principales agences d'évaluation du crédit (Standard & Poor's et Moody's)<sup>19</sup>. Cependant, il existe encore quelques problèmes qui compliquent l'évaluation du risque de crédit de contrepartie et le meilleur moyen d'y remédier serait de mettre en place un mécanisme de surveillance améliorée et coordonnée à l'échelle internationale.

- Premièrement, en raison de l'absence de règles comptables précises pour la plupart des produits dérivés, les rapports financiers manquent souvent d'uniformité et sont peu fiables<sup>20</sup>. Il faut absolument établir des principes pour la comptabilité et la divulgation harmonisées des données sur les produits

---

<sup>18</sup> Voir Goldstein, M. et Folkerts-Landau, D., *op. cit.*, p. 16.

<sup>19</sup> Voir Banque des règlements internationaux, *International Settlements, International Banking and Financial Market Developments*, Bâle (Suisse), février 1995, p. 24.

<sup>20</sup> Voir General Accounting Office, *op. cit.*, p. 92-93.

dérivés et mettre en place un mécanisme permettant aux autorités nationales en matière de comptabilité de définir des pratiques internationales uniformes tant pour les banques que pour les institutions non bancaires.

- Deuxièmement, il existe de sérieux doute sur la valeur juridique des ententes de « compensation nette » nationales et internationales et sur le traitement juridique des contrats de produits dérivés en vertu du droit de la faillite dans les différents pays<sup>21</sup>. Le comité d'examen des risques juridiques (*Legal Risk Review Committee*), mis sur pied à Londres en 1991, a pour tâche de définir les aspects juridiques obscurs et douteux des lois britanniques visant les marchés financiers et de proposer des solutions. Étant donné la nature internationale des marchés de produits dérivés, il serait utile qu'un organisme international se charge d'un tel examen qui serait axé plus particulièrement sur les incohérences juridiques internationales.

En plus de faciliter la discussion sur une approche internationale cohérente et coordonnée à la surveillance générale des institutions financières, un forum non bancaire d'organes de surveillance favoriserait aussi la discussion sur la compatibilité internationale des systèmes juridiques et comptables, du moins en ce qui concerne leur incidence sur les mouvements internationaux de capitaux et sur les activités des fournisseurs de services financiers internationaux. Un forum pourrait stimuler la recherche, rassembler les résultats et établir un consensus international sur les normes juridiques et comptables appropriées, pour garantir le bon fonctionnement des marchés de services financiers conformément à un ensemble accessible de règles.

### **Quel serait l'effet d'un forum non bancaire sur la volatilité des marchés?**

Il n'y a aucune raison de croire que la volatilité des marchés financiers découle directement du manque d'harmonisation internationale de la surveillance des marchés ou des maisons de courtage intervenantes. Partant, il ne serait pas réaliste de s'attendre qu'un forum international d'organes de surveillance non bancaire soit le principal moyen de réduire directement la volatilité des marchés financiers. Cependant, l'existence d'un tel forum pourrait présenter des avantages indirects sous ce rapport. Par exemple, dans la mesure où l'harmonisation internationale des règles comptables et des interprétations juridiques augmenterait la transparence du système financier et

---

<sup>21</sup> Une entente de compensation nette entre les parties prévoit le versement d'un montant forfaitaire final pour toutes les opérations couvertes, en cas de manquement de l'une des parties à l'égard d'un de ses contrats. Elle a pour effet de regrouper tous les paiements obligatoires en un seul montant net.

la confiance dans ce dernier, ce qui aurait pour effet d'accroître la liquidité par la hausse de l'activité sur les marchés financiers, il pourrait y avoir un lien entre les activités du forum et l'atténuation de la volatilité de ces marchés.

Toutefois, il ne faudrait pas trop insister sur ce lien. Il faudrait plutôt envisager le forum comme un moyen de mieux comprendre les marchés financiers et l'interaction des différentes entités commerciales qui y interviennent et de favoriser une intégration internationale encore plus grande du système financier.

Les marchés financiers afficheront toujours une certaine volatilité. Un forum de surveillance non bancaire n'aurait pas pu agir pour éviter l'affaiblissement récent du dollar américain ou la crise économique au Mexique. Rien ne peut remplacer une saine gestion macroéconomique par les autorités nationales, reposant sur une politique budgétaire devant permettre de maintenir le niveau des dépenses publiques et de contenir la dette et sur une politique monétaire axée sur la stabilité des prix.

#### **Quel serait l'effet d'un forum non bancaire sur le risque systémique?**

Le risque systémique, comme la volatilité, sera toujours présent à un certain degré sur les marchés financiers. Il est généralement convenu que l'essor des marchés des produits dérivés a resserré les liens entre les maisons de courtage et les marchés et accentué le risque systémique. Toutefois, il n'y a pas lieu de conclure que le recours aux produits dérivés devrait être restreint par une plus grande réglementation ou que les activités des maisons de courtage offrant des produits dérivés devraient être soumises à des restrictions spéciales.

Si un forum non bancaire pouvait éliminer certaines ambiguïtés comptables et juridiques ayant rapport aux produits dérivés, les marchés de ces derniers se trouveraient d'autant plus transparent. Cette transparence accrue diminuerait indirectement le risque systémique en atténuant le risque de crédit de contrepartie, mais ni l'un ni l'autre risque ne serait entièrement supprimé.

Le Comité de Bâle poursuit ses travaux d'élaboration de lignes directrices devant aider les banques à surveiller les risques auxquels elles s'exposent dans les opérations pour leur propre compte (risque de marché)<sup>22</sup>. Une banque doit veiller à protéger ses fonds propres à mesure qu'augmente le volume de ses opérations. Un forum non bancaire pourrait jouer un rôle comparable en aidant les institutions non bancaires à mieux gérer le risque de marché. Encore une fois, le risque systémique

---

<sup>22</sup> Voir « Work Ahead for Quality Controllers », *Financial Times*, Londres, le 12 avril 1995, p. 15.

serait indirectement abaissé parce que le forum aiderait les institutions non bancaires à éviter de faire (ou d'effectuer sans être pleinement informées et sans bien comprendre) des opérations risquées qui menacent leur stabilité financière.

Il faut dire que, bien que la surveillance et les lignes directrices soient utiles, l'un des moyens les plus efficaces de réduire le risque de crédit de contrepartie et, enfin, le risque systémique est que les intervenants sur les marchés de produits dérivés aient en place des systèmes plus perfectionnés de gestion interne du risque. Le meilleur contrôle de la responsabilité du processus décisionnel dans les maisons de courtage et les institutions est celui qui est assuré à l'interne. Le souvenir de la faillite de la Barings Bank et des pertes considérables subies à Orange County étant encore tout récent, on a déjà entrepris la mise au point de meilleurs systèmes de gestion interne du risque<sup>23</sup>.

\* \* \* \* \*

Bref, il semble que les produits dérivés ont pour effet d'accentuer la volatilité des marchés financiers dans certains cas et de l'atténuer dans d'autres. Par conséquent, il faudrait écarter les propositions visant à restreindre les opérations sur produits dérivés pour réduire la volatilité (p. ex., l'imposition d'une taxe comme la taxe de Tobin), du moins jusqu'à ce qu'il puisse être montré de façon probante que de telles mesures ne nuiront pas au fonctionnement efficient des marchés.

La création d'un forum de surveillance non bancaire, permettant aux membres d'échanger leurs vues, de travailler en étroite collaboration avec le Comité de Bâle et de mettre au point un cadre international cohérent de surveillance, ne présentera pas de solution directe aux problèmes de la volatilité des marchés financiers et du risque systémique. Toutefois, il y a certains moyens indirects par lesquels un forum non bancaire peut, dans une mesure limitée, favoriser une diminution du risque systémique. Les chefs d'État du G-7 subissant de fortes pressions pour les inciter à remédier au désordre du système financier mondial, des efforts qui visent à mettre sur pied un forum de surveillance non bancaire pourraient constituer une solution utile.

---

<sup>23</sup> Voir « Danger-- Kids at Play », *Euromoney*, mars 1995, p. 43-46.

CA1 EA534 95C11 FRE ex.1 DOCS

McCormack, James

Negociateurs en baskets 42976994

LIBRARY E A/BIBLIOTHEQUE A E



3 5036 20082928 4