

ÉVALUATION STATISTIQUE DES DÉRIVÉS FINANCIERS



Novembre 1997

Fonds monétaire international
Département des statistiques

ÉVALUATION STATISTIQUE DES DÉRIVÉS FINANCIERS



Novembre 1997

Fonds monétaire international
Département des statistiques

Préface

Face aux modifications considérables de la nature et de la taille des marchés de dérivés financiers depuis quelques décennies, le *Système de comptabilité nationale 1993 (SCN 1993)* avait établi de nouvelles normes de traitement des dérivés financiers. Depuis la publication du *SCN 1993*, les marchés de dérivés financiers ont évolué, et les statisticiens nationaux désiraient que soient clarifiés et amplifiés les textes du *SCN 1993* et de la cinquième édition du *Manuel de la balance des paiements (MBP5)* du FMI. La présente étude vise à répondre à cette demande.

Cette étude constitue une révision extensive des normes internationales applicables à la mesure statistique de l'activité en dérivés financiers. À de nombreux égards, les principales recommandations contenues dans le *SCN 1993* et le *MBP5* restent inchangées : le point de vue demeure que les dérivés financiers doivent être traités comme des actifs financiers, et que les opérations sur dérivés doivent d'une manière générale être traitées comme des opérations distinctes, plutôt que comme faisant partie intégrante de la valeur des opérations sous-jacentes ou des actifs financiers auxquels elles peuvent être liées à titre de couverture. Les principales clarifications et modifications apportées par le présent document aux textes du *SCN 1993* et du *MBP5* sont précisées à la page 3. Elles ont été approuvées en octobre 1997 par le Groupe de travail intersecrétariats sur la comptabilité nationale et par le Comité auprès du FMI d'experts de la balance des paiements.

Le présent document est le produit de travaux émanant de la réunion du Groupe informel sur l'évaluation statistique des dérivés financiers, qui s'est tenue à Washington en avril 1996, de diverses réunions du Comité auprès du FMI d'experts de la balance des paiements, et de la réunion du Groupe d'experts qui s'est tenue en novembre 1996 au sujet de la mise au point définitive du *Manuel de statistiques monétaires et financières* du FMI (MSMF). Une première rédaction du présent document a été communiquée aux statisticiens des pays membres du FMI, qui ont été nombreux à la commenter. J'adresse mes remerciements à tous les experts qui ont participé à ce projet et à la production de ce document. Je remercie également M. Christopher Wright, de la Banque d'Angleterre, qui a apporté d'importantes contributions sur certains points, notamment la question de la compensabilité sur le marché; son étude sur ce sujet a été jointe à l'ouvrage et se trouve à l'Appendice II.

Ce projet a été supervisé par M. Kevin W. O'Connor, directeur adjoint du Département des statistiques du FMI. Le document a été rédigé principalement par M. Robert Heath, économiste principal de la Division de la balance des paiements et de la dette extérieure I du Département des statistiques du FMI, et a bénéficié d'une contribution substantielle, sous forme d'idées et de commentaires, de M. Russell Krueger, économiste principal de la Division des institutions financières II du Département des statistiques du FMI.

La Directrice du Département des statistiques
du Fonds monétaire international

Carol S. Carson

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	1
Chapitre 1. Cadre conceptuel	5
I. Qu'est-ce qu'un dérivé financier ?	5
II. Quels sont les dérivés financiers considérés comme des actifs par le SCN 1993?	9
III. Comment évaluer les dérivés financiers?	13
IV. Comment enregistrer les opérations sur dérivés financiers ?	18
Chapitre 2. Comptabilisation des principaux dérivés financiers	24
I. Introduction	24
II. Contrats d'échange de taux et accords de taux futurs	24
III. Contrats à terme de gré à gré sur monnaies	27
IV. Dérivés de crédit	30
V. Dérivés intégrés	31
Chapitre 3. Traitement des dépôts de marge	33
I. Introduction	33
II. Marge remboursable	33
III. Marge non remboursable	34
Chapitre 4. Principaux problèmes de classification	36
I. Classification fonctionnelle des dérivés financiers	36
II. Sous-classification des dérivés financiers	37
Appendices	
I. Résumé des conclusions et recommandations du groupe informel chargé de l'évaluation des produits financiers dérivés	39
II. La valeur vénale, la négociabilité et le critère de la compensabilité ¹	43
III. Contrats d'instruments financiers à terme de gré à gré	53
IV. Définitions des dérivés financiers	55
Index et glossaire	57

¹Cet appendice a été rédigé par M. Christopher Wright, de la Banque d'Angleterre.

INTRODUCTION

1. Lorsque le chapitre du *Système de comptabilité nationale, 1993 (SCN 1993)* portant sur le compte financier a été écrit, début 1992, un petit nombre de statisticiens seulement connaissaient bien les dérivés financiers, et rares étaient ceux qui avaient quelque expérience de la collecte de données dans ce domaine. Avec l'accumulation et l'approfondissement de l'expérience sont venues des demandes de clarification et d'amplification du texte du *SCN 1993* et de la cinquième édition du *Manuel de la balance des paiements du FMI (MBP5)*. Le présent document répond à cette demande. Les changements et éclaircissements qu'il apporte au texte du *SCN 1993* et du *MBP5* ont été approuvés en octobre 1997 par le groupe de travail inter-sécrétariat sur la comptabilité nationale (GTISCN) et par le Comité auprès du FMI d'experts de la balance des paiements.

2. Afin de préparer ce document, le FMI a rassemblé des experts des diverses disciplines statistiques en un groupe informel qui s'est réuni à Washington en avril 1996. Le résumé du rapport de réunion de ce Groupe informel se trouve à l'Appendice I. Les travaux de cette réunion ont par la suite été débattus avec des statisticiens de la balance des paiements et des statistiques monétaires dans leurs propres cénacles. En particulier, le groupe d'experts réunis en novembre 1996 pour la mise au point définitive du *MSMF* a émis plusieurs recommandations qui ont été prises en compte dans l'élaboration de ce document. Le FMI a aussi sollicité la participation d'experts de son Département des études, ainsi que de membres de la profession comptable. Une première rédaction du présent document a été envoyée aux statisticiens des pays membres du FMI et des commentaires ont été recueillis auprès d'experts en diverses disciplines statistiques.

3. À de nombreux égards, les principales recommandations contenues dans le *SCN 1993* et le *MBP5* restent inchangées. L'optique demeure que les dérivés financiers doivent être traités comme des actifs financiers, et les opérations sur dérivés en général comme des opérations distinctes, plutôt que comme parties intégrantes de la valeur des transactions sous-jacentes ou des actifs financiers auxquels elles peuvent être liées à titre de couverture (*SCN 1993*, paragraphes 11.34 et 11.35). De fait les entretiens ont eu tendance à confirmer ces conclusions, et à valider les normes du *SCN 1993* délimitant les actifs financiers. Les études ont également étendu la connaissance technique des instruments et des marchés de dérivés financiers.

3. La nature des dérivés financiers et la place qu'ils occupent dans l'ensemble des actifs financiers a néanmoins été débattue au cours de la préparation du présent document. L'évolution qu'ont connue les marchés de dérivés financiers depuis quelques années a entraîné un accroissement des opérations hors-bourse ou de gré à gré. L'opinion de nombreux statisticiens, qui rejoint aussi celle des autorités prudentielles et d'une grande partie de la profession comptable, est que nombre de ces dérivés financiers hors-cote sont en fait des réserves de valeur. Dans le *SCN 1993* et le *MBP5*, seuls les dérivés financiers qui possèdent une valeur vénale et sont négociables sont reconnus comme des actifs financiers : pour l'essentiel les contrats à terme négociables, les options négociables et les options hors-cote. Toutefois, s'il est possible de convenir, en termes généraux, de ce qui est un dérivé financier hors-cote et de ce qui n'en est pas un, il s'est révélé difficile en pratique d'établir des principes

directeurs capables de traduire ce consensus croissant, sans ouvrir pour autant l'ensemble délimité des actifs financiers à des arrangements qui en sont actuellement exclus par le *SCN 1993*, et qui, de l'avis général, ne sont pas des actifs financiers.

5. Résoudre ce problème n'était pas aisé. Une possibilité aurait consisté à énumérer tous les dérivés financiers instrument par instrument. Si cette approche peut paraître séduisante à court terme, à long terme elle serait trop rigide face aux évolutions du marché. La liste devrait constamment être mise à jour. En outre, elle repose sur une terminologie du marché qui peut être interprétée différemment par différents statisticiens. Le chapitre 2 du présent document définit néanmoins le traitement dans les comptes nationaux de quelques dérivés financiers hors-cote parmi les plus courants.

6. Une autre solution serait d'inclure tous les dérivés financiers considérés comme négociables, le fait qu'ils soient négociables démontrant qu'ils possèdent une valeur. Comme de nombreux dérivés ne sont pas négociés au sens classique du mot, cette approche conduit à repérer l'échange par un indicateur de substitution : la «compensabilité sur le marché». Cette démarche est celle adoptée par Eurostat pour le *Système européen de comptes économiques intégrés (SEC)*. Le concept proposé est que lorsqu'un participant au marché peut aisément compenser, sur un marché liquide, une position à découvert sur un contrat en prenant une position inverse sur un autre contrat, cet opérateur pratique, en substance, une activité d'échange. En fait, la compensabilité sur le marché constitue pour les marchés de dérivés financiers un mécanisme permettant d'échanger des risques spécifiques de marché financier sans échanger les contrats eux-mêmes. À l'appendice II, nous présentons une étude de M. Christopher Wright, de la Banque d'Angleterre, qui expose le concept de la «compensabilité sur le marché» et en décrit le champ d'application.

7. La démarche retenue dans le présent document vis-à-vis du problème exposé au paragraphe 4 consiste à présenter à l'usage des comptes nationaux une description des instruments financiers dérivés qui, entre autres, prend en compte la «compensabilité sur le marché». Décrire les dérivés financiers nous permet de les situer dans la gamme des instruments financiers, et nous permet surtout de statuer clairement sur ce qui, du point de vue des comptes nationaux, n'est pas un instrument financier dérivé. En outre, la description des dérivés financiers, en mettant en relief leur différence de nature avec les autres actifs financiers, fait ressortir les raisons qui plaident en faveur d'une catégorie distincte pour ces instruments dans les comptes nationaux. Du point de vue du FMI, une description s'intègre naturellement dans la structure du système des comptes nationaux, et devrait être suffisamment souple pour guider les statisticiens nationaux vers des conclusions appropriées et cohérentes à moyen terme.

8. En résumé, cette étude introduit deux modifications importantes dans les normes statistiques internationales d'évaluation de l'activité en dérivés financiers. Premier point, une vision moins restrictive est à présent adoptée pour déterminer quels contrats sur dérivés financiers se situent à l'intérieur de la limite actuelle des actifs financiers du *SCN*, ce qui permet d'inclure davantage de contrats financiers dérivés hors-cote, ou hors-bourse. Second point, et conséquence du premier, les échanges de taux d'intérêt et les accords de taux futurs

(ATF) sont reconnus comme des actifs financiers, et les flux de règlement monétaires nets de ces contrats sont classés comme opérations financières plutôt que comme des flux de revenu de la propriété, comme le recommande le *SCN 1993* (paragraphe 11.37 et 11.43). Cette modification entraîne des conséquences pour l'estimation du revenu national.

9. Plus précisément, en octobre 1997, le GTISCN et le Comité auprès du FMI d'experts de la balance des paiements ont approuvé ce qui suit :

- **une description révisée des dérivés financiers aux fins de l'établissement des comptes nationaux (page 5, paragraphe 14).**
- **les dérivés financiers doivent être inclus dans les comptes nationaux comme actifs financiers, qu'il soient «négociés» sur le marché ou en dehors de celui-ci (page 13, paragraphe 40).**
- **une opération sur l'actif sous-jacent à un contrat de dérivé financier qui aboutit à une livraison doit être enregistrée au prix de l'actif en vigueur sur le marché, la différence entre le prix en vigueur et le prix réellement payé, multipliée par la quantité, étant enregistrée comme une opération sur dérivés financiers (page 22, paragraphe 54).**
- **les échanges de taux d'intérêt, et les accords de taux futurs doivent être classés comme actifs financiers; et les flux monétaires nets de règlement de ces dérivés financiers doivent être classés comme opérations au compte financier plutôt que comme un intérêt. Cette modification affecte les intérêts enregistrés dans les comptes nationaux, et aura donc des répercussions sur le revenu national (page 26, paragraphe 64).**
- **les flux monétaires nets de règlement de l'élément «taux d'intérêt» des échanges de taux et de devises doivent être classés comme opérations au compte financier (page 27, paragraphe 67).**
- **les dérivés financiers doivent être enregistrés comme une catégorie d'actifs financiers distincte dans les comptes nationaux, et comme un groupe fonctionnel distinct dans la balance des paiements, exprimant leurs caractéristiques propres (page 37, paragraphe 91). Les conséquences pratiques de cette modification devront être pesées avant son entrée en vigueur dans les normes internationales de déclaration de la balance des paiements.**

10. Dans leurs commentaires sur la première rédaction du texte, plusieurs statisticiens ont recommandé que les propositions de collecte de données sur les dérivés financiers prennent en considération les normes comptables et les limites pratiques de la disponibilité des données. De fait, dans de nombreux pays, les statisticiens s'appuient dans une large mesure sur les normes et réglementations comptables pour collecter les renseignements devant être utilisés dans les comptes nationaux et la balance des paiements. La couverture et l'évaluation

comptable et réglementaire influent souvent sur le type de statistiques qui peuvent être établies, le degré de détail disponible, les renseignements sur les contreparties, etc.

11. Dans de nombreux pays, l'établissement de statistiques sur les dérivés financiers est considérablement entravé par les pratiques comptables en vigueur, notamment dû au traitement de nombreux dérivés comme instruments hors-bilan. Par ailleurs les définitions comptables et réglementaires des dérivés financiers peuvent différer des définitions retenues aux fins de l'établissement des comptes nationaux. En ce qui concerne leur reconnaissance et leur évaluation toutefois, la situation évolue rapidement car les organismes de surveillance bancaire et les autorités comptables recommandent ou exigent de plus en plus l'inscription de tous les dérivés et leur évaluation à leur «valeur vénale» — leur valeur sur le marché. Ces modifications s'accordent avec la démarche adoptée dans le présent document, qui inclut davantage d'instruments financiers dérivés hors-bourse dans l'ensemble des actifs financiers et évalue les positions en dérivés financiers à leur valeur marchande. Il n'est pas possible à l'heure actuelle de prédire si les modifications des normes comptables seront largement adoptées, ou si des exceptions notables seront introduites, mais la tendance générale est en phase avec la démarche de la présente étude.

12. Naturellement, la comptabilité nationale et la comptabilité d'entreprise n'ont pas les mêmes besoins. Une différence notable est la pratique des réglementations comptables d'inclure les gains et pertes de détention sur instruments financiers au compte des pertes et profits, tandis que dans les comptes nationaux, ils sont enregistrés au compte financier. Ainsi par exemple, si les normes comptables peuvent exiger que les échanges de taux soient comptabilisés comme actifs financiers à leur valeur marchande, elles permettent également d'inclure les gains et pertes sur ces instruments, et sur d'autres dérivés de taux d'intérêt utilisés conjointement à un instrument financier primaire, dans la détermination des intérêts acquis ou payés. Mais il est probable que ces gains et pertes seront déclarés de manière distincte. En outre, il peut exister des «instruments» comme les dérivés et les passifs conditionnels intégrés, qui peuvent être évalués à des fins comptables mais ne sont pas reconnus comme actifs financiers par les comptes nationaux.

CHAPITRE 1. CADRE CONCEPTUEL

Le chapitre I définit le cadre conceptuel du traitement des dérivés financiers. Il décrit les dérivés financiers aux fins de l'établissement des comptes nationaux; identifie quelques caractéristiques déterminantes et types principaux de dérivés financiers; révisé la nomenclature des dérivés financiers appartenant à l'ensemble des actifs délimité par le SCN 1993; et clarifie le mode d'enregistrement des opérations sur dérivés financiers.

I. Qu'est-ce qu'un dérivé financier ?

13. Le SCN 1993 n'offre qu'une définition ou description générale des dérivés financiers. Nous pouvons à présent raffiner davantage cette description.

Couverture des dérivés financiers aux fins de l'établissement des comptes nationaux²

14. Les dérivés financiers sont des instruments financiers qui sont liés à un instrument financier, un indice ou une marchandise spécifique, et au moyen desquels des risques financiers spécifiques peuvent être négociés en tant que tels sur les marchés financiers. La valeur d'un dérivé financier dérive du prix de l'article — actif ou indice — sous-jacent. Contrairement aux instruments de dette, aucun montant de principal n'est prêté puis remboursé, et il n'y a pas accumulation de revenu d'investissement. Les dérivés financiers servent à un certain nombre de fins, notamment la gestion du risque, les opérations de couverture, l'arbitrage entre marchés et la spéculation³.

15. La description du paragraphe précédent fait ressortir la nature des dérivés financiers, instruments qui permettent aux parties d'échanger des risques financiers spécifiques — tels que le risque de taux d'intérêt, le risque de change, le risque de participation et le risque de prix des marchandises, le risque de crédit, etc. — avec d'autres entités plus désireuses ou mieux à même de prendre ou de gérer ces risques. La deuxième partie du présent chapitre donne une description plus complète de la manière dont le risque est échangé sur les marchés au moyen d'instruments financiers dérivés. On y verra également pourquoi un instrument financier dérivé compensable⁴ sur le marché peut être considéré comme un actif financier, situé à l'intérieur de la limite des actifs financiers définie par le SCN 1993.

² L'Appendice IV donne les définitions des dérivés financiers élaborées à d'autres fins.

³ L'utilisation de dérivés financiers peut réduire les coûts de transaction et/ou aider à la découverte du prix.

⁴ Pour une définition de l'expression «compensable sur le marché», voir l'article «compensabilité sur le marché» dans l'index et le glossaire à la fin de ce document.

16. La valeur du contrat d'instrument financier dérivé est fondée sur le prix d'un article sous-jacent : le prix de référence⁵. Comme le prix de référence futur ne peut être connu avec certitude, la valeur d'un dérivé financier à l'échéance peut seulement être anticipée, ou estimée. Le prix de référence peut être lié à une marchandise, un instrument financier, un taux d'intérêt, un taux de change, un autre dérivé, un indice, un panier de prix, ou un écart entre deux prix. Naturellement, pour calculer la valeur d'un instrument financier dérivé donné, il est essentiel que le prix de l'article sous-jacent sur le marché soit observable. L'évaluation des dérivés financiers est précisée dans la troisième partie de ce chapitre.

17. Un dérivé financier permet habituellement aux parties, mais pas toujours, d'échanger leur part de risque sans échanger l'actif ou la marchandise primaire. En conséquence, les contrats de dérivés financiers sont en général réglés par des paiements nets en numéraire, souvent avant l'échéance pour les contrats négociables sur les marchés tels que les contrats à terme sur marchandises. C'est la conséquence logique de l'utilisation de dérivés financiers pour échanger des risques sans que l'article sous-jacent change de mains. Cependant, certains dérivés financiers, sur devises en particulier, sont associés à une opération sur l'article sous-jacent. Le traitement des transactions et des positions en dérivés financiers dans les comptes nationaux, y-compris lorsque l'article sous-jacent est livré, est exposé dans la quatrième partie de ce chapitre. Une description des instruments financiers dérivés hors-cote en devises, ainsi que leur traitement, est donnée au chapitre 2 .

18. Afin d'éclaircir encore ce qu'est un dérivé financier en comptabilité nationale, il n'est pas inutile de définir ce qui n'est pas un instrument financier dérivé du point de vue des comptes nationaux.

- **Un contrat de biens et de services à prix fixé n'est pas un dérivé financier, sauf si, à l'instar d'un contrat à terme négociable sur marchandises, le contrat est normalisé d'une manière telle que le risque de marché qui s'y trouve incorporé puisse être négocié en tant que tel sur les marchés financiers.**
- Les délais qui peuvent survenir dans le cours normal d'une activité commerciale, et qui peuvent impliquer un risque de variation de prix, ne donnent pas lieu à des opérations et soldes en dérivés financiers dans les comptes nationaux. Les délais en question comprennent les périodes normales de règlement des transactions au comptant sur les marchés financiers, et ceux qui surviennent dans le cours normal des échanges de biens et de services.
- **L'assurance n'est pas une forme de dérivé financier. Les contrats d'assurance procurent aux unités institutionnelles exposées à certains risques une protection**

⁵ Dans le présent document, l'expression «prix de référence» désigne le prix de l'article sous-jacent dont le contrat dérivé tire sa valeur. Le prix d'exercice est le prix convenu par contrat, auquel les parties effectueront la transaction si le contrat est exercé. Lorsque la valeur d'un contrat à terme repose sur la différence entre deux prix de référence, comme dans le cas d'un contrat d'échange d'actions, il n'existe pas de prix d'exercice convenu à proprement parler.

financière contre les conséquences de l'occurrence d'événements spécifiés, dont beaucoup ne peuvent être exprimés sous forme de prix de marché. L'assurance est une forme d'intermédiation financière dans laquelle des fonds sont collectés auprès des assurés et investis dans des actifs, financiers ou autres, détenus à titre de réserves techniques pour satisfaire les futures demandes d'indemnisation dues à l'occurrence d'événements spécifiés dans les polices d'assurance : cela signifie que l'assurance gère le risque d'événement principalement en consolidant les risques, et non en les échangeant⁶.

- Les engagements conditionnels, tels que les **garanties et lettres de crédit**, ne sont pas des dérivés financiers. La caractéristique principale des engagements conditionnels est qu'une ou plusieurs conditions doivent être remplies avant qu'une transaction financière aie lieu. Ces engagements ne sont pas d'ordinaire des instruments facilitant l'échange de risques financiers spécifiques.
- **Les caractéristiques comparables à un dérivé et intégrées à un instrument financier ordinaire sous-jacent auquel elles sont indissolublement liées ne sont pas des dérivés financiers du point de vue des comptes nationaux parce que le dérivé financier fait partie intégrante de l'instrument et que les parties tant à l'instrument sous-jacent qu'au dérivé financier sont par conséquent les mêmes.** On se reportera à la sixième partie du chapitre 2 pour un exposé plus complet du traitement des dérivés intégrés.

Types de dérivés financiers

19. Il existe deux grands types de contrats de dérivés financiers : à terme, notamment les échanges, et à option⁷. Les échanges peuvent être considérés comme distincts des autres contrats à terme en raison de la nature différente des risques échangés.

20. Dans le cadre d'un contrat à terme, les deux parties conviennent d'échanger un article sous-jacent — physique ou financier — en une quantité spécifiée, à une date spécifiée, à un prix convenu au contrat (le prix d'exercice), ou, dans le cas particulier d'un contrat d'échange, les deux parties conviennent d'échanger des flux de paiements, déterminés par exemple par référence au prix de monnaies ou de taux d'intérêt, conformément à des règles fixées à l'avance. Les contrats de type à terme sont des contrats financiers inconditionnels car il y a obligation de régler le contrat à une date spécifiée. Bien qu'il y ait, lors de la création de l'instrument, échange de risques de valeurs marchandes égales, les deux parties sont des débiteurs en puissance; la création de l'instrument n'établit pas une relation claire créancier/débiteur — car en général le contrat à terme est établi à une valeur nulle — et même lorsqu'une telle relation apparaît, elle peut changer aussi bien de sens que de grandeur avec le

⁶ Voir paragraphe 6.135 du *SCN 1993* pour une description des caractéristiques de l'assurance.

⁷ Les contrats à terme, les contrats d'échange et les options sont également décrits aux paragraphes 11.37 à 11.43 du *SCN 1993*, ainsi qu'aux paragraphes 401 à 408 du *MBP5*.

temps. De nombreux instruments à terme impliquent un règlement en numéraire, en fonction de l'écart entre le prix contractuel convenu (prix d'exercice) et le prix en vigueur sur le marché, ou de l'écart entre deux prix unitaires de référence, multiplié par la quantité de l'article sous-jacent.

21. Les contrats à terme négociés sur les marchés de dérivés financiers organisés (marchés organisés) sont appelés des contrats à terme négociables. D'autres contrats à terme courants sont les accords de taux futurs (ATF), et les contrats à terme sur monnaies. Parmi les contrats d'échange, les échanges de taux d'intérêt et les échanges de taux et de monnaies sont les plus courants. Le chapitre 2 décrit et examine le traitement des ATF, des échanges de taux d'intérêt, et des contrats à terme sur monnaies.

22. Dans le contrat d'option, l'acheteur de l'option, en échange du paiement de la prime, acquiert auprès de l'émetteur de l'option le droit, mais non l'obligation d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) un article sous-jacent spécifié — physique ou financier — à un prix contractuel convenu (le prix d'exercice) avant ou au plus tard à une date spécifiée. La grande différence entre un contrat à terme et un contrat d'option est que, tandis que les parties d'un contrat à terme sont toutes deux des débiteurs en puissance, dans un contrat d'option, l'acheteur détient un actif et le vendeur encourt un passif. L'option peut toutefois arriver à expiration dépourvue de valeur; l'option ne sera exercée que si le contrat peut être réglé à l'avantage de l'acheteur. L'acheteur peut réaliser un gain illimité, et l'émetteur encourir une perte illimitée. On émet couramment des options sur une grande variété d'articles sous-jacents, comme les taux d'intérêt — notamment les options de taux plafond (*cap*), de taux plancher (*floor*) et les «collets» (*collars*) — des monnaies, des titres et des marchandises. Des options sont également émises sur les contrats à terme négociables, les contrats d'échange (on parle couramment de «swaptions») et d'autres instruments tels que les taux plafond (ces dernières sont dénommées «captions»).

23. Sur les marchés organisés, les contrats d'option sont en général réglés en numéraire. Certains contrats d'option se règlent par l'achat de l'actif sous-jacent. Par exemple, les bons de souscription ou certificats d'option sont des contrats financiers qui donnent à leur détenteur le droit d'acheter, à des conditions spécifiées, une certaine quantité de l'actif sous-jacent, actions ou obligations. Quand le certificat d'option est exercé l'actif sous-jacent est généralement livré. Les bons de souscription peuvent se négocier indépendamment des titres sous-jacents auxquels ils sont liés.

II. Quels sont les dérivés financiers considérés comme des actifs par le *SCN 1993*?

Limite des actifs dans le *SCN 1993*

24. Dans le processus de révision du Système de comptabilité nationale, qui a conduit au *SCN 1993*, un soin considérable a été apporté à la définition des limites de la production et des actifs dans le système. Pour délimiter l'ensemble des actifs, il a fallu débattre de la nature des actifs financiers et non financiers, et de la question, étroitement connexe, du classement des transactions soit comme transactions courantes soit comme opérations financières ou en capital. En ce qui concerne les actifs non financiers, la réflexion a porté sur des sujets comme les biens militaires durables, les logiciels, la prospection minière et les activités de recherche et de développement. Pour ce qui est des actifs financiers, on a déterminé au cours de la révision comment distinguer les actifs financiers des actifs non financiers, et comment distinguer les actifs financiers d'arrangements financiers qui ne possèdent pas toutes les caractéristiques des actifs et sont par conséquent exclus des comptes financiers. Les positions conditionnelles telles que les garanties sont des exemples de ce dernier cas.

25. Les débats sur la nature générique des actifs ont abouti à les caractériser comme des entités sur lesquelles le droit de propriété a force exécutoire et dont la détention ou l'utilisation pendant un certain laps de temps peut procurer des avantages économiques à leurs propriétaires⁸. Tous les actifs financiers classiques répondent aux critères fondamentaux de la définition des actifs au moins en ce sens qu'ils constituent des réserves de valeur. La plupart des actifs financiers diffèrent des actifs non financiers en ceci qu'ils représentent des passifs correspondants pour d'autres unités institutionnelles. Cependant l'or monétaire et les Droits de tirage spéciaux (DTS) sont traités comme des actifs financiers bien qu'ils ne constituent pas une créance sur d'autres unités, et les actions diffèrent des autres actifs financiers par la nature de leur passif.

26. S'efforçant de distinguer les actifs financiers des autres arrangements financiers qui ne représentent pas des actifs, le *SCN 1993* observe que la plupart des actifs financiers impliquent des relations inconditionnelles entre débiteurs et créanciers. Les arrangements qui sont conditionnels pour une ou les deux parties doivent en général être exclus des actifs financiers. Par exemple, les garanties de prêts sont conditionnelles en ceci que le garant n'encourt d'obligation qu'en cas de défaut du débiteur principal; les lettres de crédit ne donnent lieu à transaction que si les documents spécifiés sont présentés. Les actifs financiers, dans le *SCN 1993*, ont d'une manière générale un caractère inconditionnel pour les deux unités.

⁸ Les dérivés financiers sont des instruments sur lesquels les droits de la propriété ont force exécutoire. En outre les dérivés financiers peuvent procurer des avantages économiques. Par exemple l'utilisateur peut, grâce à un dérivé financier, lisser un flux de trésorerie en acceptant immédiatement un prix marchand futur connu pour une marchandise ou un instrument financier, au lieu d'avoir à assumer à l'avenir un prix de marché qui, au moment où il veut/doit effectuer la transaction, est encore inconnu. Un flux de trésorerie plus lisse permet, entre autres avantages économiques, de réduire éventuellement des obligations fiscales, de disposer des liquidités nécessaires à financer les investissements prévus, et de réduire le risque des difficultés financières que pourraient entraîner de soudaines variations défavorables des prix sur le marché.

27. Pour qu'un instrument financier soit inclus dans la limite des actifs du *SCN 1993*, il est essentiel que sa valeur soit démontrée. Sa négociabilité est une condition suffisante, bien sûr, pour démontrer sa valeur, mais ce n'est pas une condition nécessaire. Le système ne spécifie pas d'autres moyens de déterminer la valeur, mais en offre la possibilité, par exemple dans le cas d'un accord non négociable pouvant donner lieu à un gain ou à une perte de détention.

Valeur d'un dérivé financier

28. Comme nous l'avons signalé plus haut, une des caractéristiques déterminantes de la plupart des contrats d'instruments dérivés est que les parties à la transaction conviennent à l'avance du prix ou de l'ensemble de prix auxquels ils effectuent ou effectueront la transaction sur «l'actif» sous-jacent. La valeur du dérivé financier dérive de l'écart entre le(s) prix contractuel(s) convenu(s) et le(s) prix prévalant — ou dont on anticipe qu'ils prévaudront — sur le marché, convenablement actualisé, et, dans le cas des options, compte tenu de la volatilité potentielle du prix de l'instrument sous-jacent, du laps de temps restant à courir avant l'échéance et des taux d'intérêt.

29. Si la relation entre le prix convenu au contrat et le prix de marché pratiqué — ou anticipé — est un élément crucial de l'évaluation des contrats d'instruments dérivés, il s'ensuit que le prix auquel le *SCN 1993* évalue l'actif sous-jacent constitue un point crucial pour déterminer si les dérivés financiers ont une valeur. Si le *SCN 1993* exige que l'actif sous-jacent aux données de position soit évalué au prix en vigueur sur le marché, et qu'il se trouve que ce prix est différent du prix contractuel, alors le dérivé financier possède une valeur pour le système statistique. Le *SCN 1993* définit clairement l'évaluation des données de position : «les actifs et passifs doivent être évalués à leurs prix courants spécifiques à la date de référence du bilan» (paragraphe 13.25). Ainsi, les actifs sous-jacents doivent être évalués à leurs prix courants et non à leurs prix contractuels, ce qui implique que les contrats d'instruments financiers dérivés ont une valeur pour le système statistique.

Distinction entre dérivés financiers normalisés et hors-cote

30. Pour le *SCN 1993*, la négociabilité était la caractéristique déterminante établissant la valeur des dérivés financiers (*SCN 1993*, paragraphe 11.34). Il spécifie que les dérivés financiers qui possèdent un prix de marché et sont négociables sont considérés comme des actifs financiers. Cela inclut les contrats à terme normalisés et les options négociés sur les marchés organisés. Sont aussi considérées comme actifs financiers, par convention, les primes versées sur les options hors-cote, notamment celles sur les bons de souscription. Dans le cas de ces contrats financiers, l'engagement du vendeur de l'option d'acheter ou de vendre un article sous-jacent spécifié — physique ou financier — à la demande de l'acheteur, à un prix prédéterminé, au plus tard à une date spécifiée, est considéré comme une obligation, et est évalué au coût courant pour le vendeur de racheter cette obligation (*SCN 1993*, paragraphes 11.36, 11.39 et 11.41).

31. Il est cependant clair à présent que le concept de la négociabilité des contrats d'instruments financiers dérivés à terme est différent de celui des autres actifs financiers négociés. Ceci parce que, ainsi que nous l'avons précédemment mentionné, les deux parties au contrat à terme sont des débiteurs en puissance, et que, de même que pour d'autres instruments financiers, le débiteur ne peut échanger son obligation. De sorte qu'après la création d'un contrat à terme, les deux parties ne peuvent éteindre leur obligation, effective ou potentielle, que par règlement ou accord mutuel. L'échange de dérivés financiers à terme sur un marché organisé est en fait une série de créations de contrats, et d'extinctions de contrats par accord mutuel entre la chambre de compensation et les autres parties. En vendant un contrat à terme, la contrepartie achètera une position exactement opposée, dite compensatoire, aboutissant au règlement et à l'annulation mutuelle des deux contrats par la contrepartie et la chambre de compensation (voir Appendice II). Cela s'applique également au vendeur d'options qui désire vendre son obligation.

32. L'échange de dérivés financiers à terme sur le marché de gré à gré est conceptuellement identique à celui des marchés organisés, sauf qu'à l'heure actuelle, l'extinction de contrats par accord mutuel est rare. La pratique courante consiste plutôt à créer un nouveau contrat; c'est là en substance ce qu'on appelle la «compensabilité sur le marché». En d'autres termes, une entité possédant un contrat de dérivé financier, et donc exposée au risque sous-jacent au contrat, par exemple risque de taux d'intérêt ou risque de change, établira un autre contrat afin de vendre ce risque, et ainsi de s'en débarrasser.

33. L'entité peut échanger immédiatement le risque en créant un nouveau contrat, doté de caractéristiques de risque sous-jacent exactement identiques à celui qu'elle possède, mais «inversées». Elle doit pouvoir créer ce contrat rapidement, puisque tout délai comporte un risque : les prix pourraient évoluer de manière défavorable. C'est pourquoi il existe des procédures établies sur les marchés de dérivés financiers de gré à gré, telles que les contrats-type, qui permettent d'établir des contrats normalisés et juridiquement fiables, et des intermédiaires offrant des cotations de manière quasi-continue. Ces dispositifs permettent l'échange rapide et efficace du risque.

34. Le risque peut également être échangé par l'achat ou la création d'un dérivé financier différent. En d'autres termes, les options peuvent servir à échanger le risque acquis en contractant un instrument à terme (voir Appendice II). Les marchés financiers ont développé une variété apparemment infinie de méthodes pour échanger le risque, et donc en modifier le montant, au moyen d'instruments financiers dérivés.

35. Cependant, si l'entité a pu échanger le risque sous-jacent, elle subit encore le risque de contrepartie sur l'encours des contrats qu'elle détient. Si l'une quelconque des contreparties aux contrats de compensation manque à remplir ses obligations, l'entité sera exposée au risque qui a été échangé. De sorte que le risque de contrepartie est une considération importante sur les marchés de dérivés financiers. Sur les marchés organisés, la chambre de compensation gère ce risque en agissant comme contrepartie de tous les échanges et en exigeant le paiement d'un

dépôt de marge⁹. Afin de se garantir du risque de contrepartie sur les marchés hors-cote, de nombreux participants «n'échangent» qu'avec des contreparties de qualité et/ou exigent une garantie (qui correspond au dépôt de marge sur les marchés organisés). Sur le marché hors-cote, le risque de contrepartie est pris en compte dans l'évaluation du dérivé financier.

36. La nécessité d'une garantie, à son tour, amène à adopter des méthodes courantes d'évaluation des dérivés financiers à terme. Ceci conduit à conclure que, de même que les contrats négociables, les dérivés financiers de gré à gré (ou hors-cote) à terme qui peuvent être compensés sur le marché sont, en fait, des réserves de valeur susceptibles d'engendrer des gains et des pertes. Comme ils demeurent payables, la valeur de chaque contrat non réglé possédé par une entité doit être enregistrée dans les comptes nationaux.

37. Il convient de remarquer que les prix cotés sur le marché sont les prix pour la livraison de l'article sous-jacent lors du règlement, et non la valeur du dérivé financier à terme (contrat à terme normalisé). Autrement dit, ce sont les échanges effectués sur le marché qui définissent le prix de référence en vigueur à la date de règlement du contrat. La valeur de chaque contrat à terme négociable est égale à l'écart entre le prix qui a été convenu lors de l'achat du contrat¹⁰ et le prix de référence en vigueur à la date de règlement pour la livraison de l'article sous-jacent. En revanche, les prix cotés pour les options, négociables ou de gré à gré, traduisent la valeur d'actif du dérivé financier lui-même : la valeur de l'option est observable directement. Cela tient à ce que l'acheteur de l'option, contrairement aux parties à un contrat à terme, acquiert un actif — le droit d'acheter ou de vendre un article sous-jacent spécifié — et le prix de cet actif doit être établi. L'actif — la prime — peut être vendu à une autre contrepartie.

38. Naturellement, afin de calculer la valeur d'un instrument financier dérivé, il est essentiel que le prix de l'article sous-jacent sur le marché soit observable. Ce n'est pas un hasard si les dérivés financiers de gré à gré les plus fréquemment négociés — échanges de taux d'intérêt, accords de taux futurs (ATF), échanges de monnaies et contrats de devises à terme — reposent sur des sous-jacents dont le prix sur le marché est facile à connaître : il s'agit là de risques financiers qui doivent couramment être «gérés», et leur évaluation est aisée. Faute de pouvoir observer le prix de l'article sous-jacent, le «dérivé financier» ne peut être évalué, ne peut être considéré comme une réserve de valeur, et donc ne peut être considéré comme un actif financier. Dans de telles conditions, il est tout à fait possible que l'instrument

⁹ Naturellement le risque subsiste, si tenu soit-il, que la chambre de compensation fasse défaut.

¹⁰ Le marché, au moyen d'appels de marge, peut réévaluer le contrat quotidiennement et exiger le règlement, auquel cas le prix du contrat à terme est fondé sur le prix fixé par la réévaluation précédente. Voir au chapitre 3 la description des appels de marge.

ne soit pas en fait un dérivé financier tel que défini ci-dessus, mais quelque autre type d'accord¹¹. La méthode d'évaluation est expliquée plus loin.

39. Bref, les marchés financiers ont tellement évolué ces dernières années que la distinction entre dérivés financiers «négociés» en bourse et ceux qui se «négocient» de gré à gré concerne l'organisation du marché plutôt que la nature économique de l'instrument : un moyen de faciliter l'échange du risque financier. De fait, tout indique que les caractéristiques de l'échange sur le marché organisé et de l'échange de gré à gré continuent de converger. Le *SCN 1993* et le *MBP5* ne font pas de distinction entre les contrats d'option «négociés» en bourse ou hors-bourse, et les considèrent tous comme actifs financiers. Il n'y a plus lieu à présent de distinguer entre les contrats à terme négociés sur le marché et ceux qui se négocient de gré à gré; les deux types d'instruments doivent être considérés comme des actifs financiers. L'Appendice III apporte une justification supplémentaire de la nécessité de traiter les contrats à terme de la même manière que les contrats à terme normalisés.

40. **Ainsi, les dérivés financiers, tels qu'ils sont décrits ci-dessus, devront être inclus dans les comptes nationaux comme actifs financiers, qu'ils se «négocient» en bourse ou de gré à gré¹². Si le dérivé financier ne peut être évalué, faute de pouvoir observer un prix de marché établi pour l'article sous-jacent, il ne peut être considéré comme un actif financier.**

III. Comment évaluer les dérivés financiers ?

41. De même que les autres actifs et passifs financiers¹³, les dérivés financiers doivent être évalués à l'aide d'un ensemble de prix qui soient courants à la date à laquelle se réfère le relevé de la position. Idéalement ces prix devraient être, lorsqu'ils existent, les prix observables sur les marchés financiers. Pour de nombreux instruments financiers dérivés il est nécessaire d'estimer la valeur sur la base des renseignements disponibles.

Évaluation des contrats d'option

42. Quatre facteurs influent sur le prix d'une option : la différence entre le prix contractuel (prix d'exercice) et la valeur de l'article sous-jacent; l'instabilité du prix du sous-jacent; le laps de temps restant à courir avant expiration; et les taux d'intérêt. On trouvera davantage de

¹¹ Par exemple, au début des années 1990 il y a eu des tentatives aux États-Unis de créer des dérivés financiers à terme fondés sur le risque de catastrophe. Les tentatives de lancer des produits de ce type ont échoué à l'époque en raison de l'absence d'un indice sous-jacent représentatif largement reconnu. Du point de vue des comptes nationaux, ces «instruments» auraient très bien pu être considérés comme des provisions pour imprévus.

¹² Dans les cas où les dérivés financiers sont reconnus comme actifs financiers, les unités spécialisées dans leur émission peuvent être classés comme intermédiaires financiers.

¹³ Les principes généraux d'évaluation sont définis au Chapitre XIII, section A, quatrième partie du *SCN 1993*.

détails à l'encadré 1. Le prix de l'option est la valeur sur le marché du droit acquis par l'acheteur auprès du vendeur de l'option d'acheter/vendre l'article sous-jacent spécifié.

43. Faute d'un prix observable, la valeur vénale peut être approchée au moyen d'une formule financière telle que celle de Black-Scholes, qui intègre les quatre facteurs. Il s'agit d'une formule complexe. La plupart des organisations très actives sur le marché des options évaluent les positions de leurs bilans ou comptes additionnels à l'aide de cette formule, ou d'autres similaires. Lorsque c'est le cas, le statisticien peut accepter l'évaluation des positions en options fournie par les responsables, sauf doute sérieux sur la validité de la méthode de détermination de la valeur vénale

44. À sa création, un contrat d'option a une valeur vénale égale à la prime payée; sa valeur vénale change avec les modifications du ou des prix de référence et à mesure que la date d'expiration se rapproche. Mais, durant toute la durée d'un contrat d'option, le vendeur du contrat a un passif de dérivé financier, et l'acheteur possède un actif de dérivé financier. Un contrat d'option peut expirer sans valeur, si l'acheteur n'a pas avantage à exercer son option. Si le contrat d'option possédait une valeur dans le relevé de position précédent, une réévaluation sera enregistrée dans le relevé de position (voir exemple 1).

Encadré 1. Calcul du prix d'une option

Quatre facteurs influent sur le prix d'un contrat d'option :

- la différence entre le prix d'exercice (A) du contrat et la valeur (B) de l'article sous-jacent. Dans le cas d'une option d'achat, si A est plus grand que B, on dit que l'option est hors du cours : acheter l'article sous-jacent en exerçant l'option coûterait plus cher à l'acheteur que d'acheter directement le sous-jacent sur le marché. Si B est plus grand que A, on dit que l'option est dans le cours : acheter le sous-jacent en exerçant l'option coûtera moins cher au détenteur de l'option que d'acheter le sous-jacent directement sur le marché. La situation est inversée pour les options de vente. On appelle «delta» la sensibilité du prix de l'option à une variation du prix de l'article sous-jacent, et la sensibilité du delta de l'option à une variation de prix de l'article sous-jacent est son «gamma».
- l'instabilité du prix de l'article sous-jacent. Plus l'instabilité anticipée du prix du sous-jacent pendant la durée de l'option est grande, plus l'option aura de la valeur. On appelle «vega» la sensibilité du prix de l'option à une variation de l'instabilité anticipée.
- délai à courir avant expiration. Toutes choses égales par ailleurs, plus une option est proche de sa date d'expiration, plus sa valeur diminue. La sensibilité du prix de l'option à l'épuisement de sa validité est appelée thêta.
- Taux d'intérêt en vigueur. En général, plus le taux d'intérêt est élevé, moins l'option a de valeur. La sensibilité du prix d'une option à une variation des taux d'intérêt est appelée «rho».

Exemple 1.

Une entité possède une option dont la valeur est de 50 à la fin de la période 1, mais qui expire dépourvue de valeur au cours de la période 2. Les écritures passées dans le compte de patrimoine des comptes nationaux sont :

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers					
Actifs	50	0	0	-50	0

Évaluation des contrats à terme

45. La valeur d'un contrat à terme est égale à l'écart entre le prix contractuel convenu (prix d'exercice) et le(s) prix en vigueur, ou anticipé(s) sur le marché à la date de règlement, multiplié par le montant du principal, convenablement actualisé. Ainsi, par exemple, lorsque le taux contractuel d'un ATF diffère du taux anticipé à la date de règlement, une des parties s'attendra à recevoir un certain montant de numéraire, l'autre à avoir à payer ce même montant. La valeur de ce contrat, pour le détenteur de l'actif, sera la recette brute anticipée, actualisée au moyen du coefficient d'actualisation approprié : c'est-à-dire sa valeur actuelle nette (voir encadré 2). Dans le cas particulier d'un contrat d'échange reposant sur un principal

fictif, sa valeur est égale à la différence entre les recettes brutes anticipées et les paiements bruts, convenablement actualisée : c'est-à-dire sa valeur actuelle nette.

46. Si la valeur actuelle nette du contrat à terme est positive (c'est à dire si la valeur actuelle des futures sommes à recevoir est plus grande que la valeur actuelle des futures sommes à payer), le contrat est un actif financier. Si la valeur actuelle nette est négative (c'est à dire si la valeur actuelle des futures sommes à recevoir est moindre que la valeur actuelle des futures sommes à payer), l'instrument est un passif.

47. À sa création, un contrat à terme possède en principe¹⁴ une valeur actuelle nette nulle : en théorie, les deux parties échangent des montants de risque de valeur vénale égale¹⁵. Il prend de la valeur avec la modification du ou des prix de référence; et contrairement à d'autres actifs financiers, un contrat à terme peut passer d'une valeur nette positive à la fin d'une période, à une valeur nette négative à la fin de la suivante. Dans le relevé de position, cette modification de la position doit être enregistrée comme un changement de valeur : la position d'actif net est éteinte par un changement de valeur, et une position de passif net est établie par un changement de valeur (voir exemple 2).

¹⁴ En principe un contrat à terme est établi à une valeur nulle, mais sur le marché de gré à gré, un tel contrat pourrait avoir une valeur positive ou négative dès sa création, en raison par exemple du risque de contrepartie.

¹⁵ La difficulté d'établir un prix de marché reconnu pour le risque échangé a entravé le développement du marché de certains types de risque, comme le risque de crédit. Sans prix de marché, il n'est pas évident pour les deux parties au contrat d'établir que les montants de risque échangés sont de valeur vénale égale, ce qui décourage les échanges.

Encadré 2. Valeur actuelle nette

On obtient la valeur actuelle nette (VAN) d'un instrument financier en divisant les futures recettes nettes anticipées (à savoir les recettes moins les paiements) liées à l'instrument par le coefficient d'actualisation approprié.

L'opération s'écrit sous la forme suivante :

$$VA = FM / (1+i)^n \text{ dans laquelle}$$

VA = valeur actuelle

FM = futur montant à recevoir ou à payer

i = taux d'intérêt approprié (exprimé par un nombre décimal)

n = nombre de périodes restant à courir avant l'échéance du paiement.

$$VAN = \text{SOMME}(VA_R) - \text{SOMME}(VA_P) \text{ dans laquelle}$$

VA_R = valeur actuelle des futurs montants à recevoir

VA_P = valeur actuelle des futurs montants à payer.

Exemple 2.

Une entité possède un accord de taux futurs (ATF) qui possède une valeur positive évaluée à 100 en fin de période 1. Au cours de la période 2 les taux d'intérêt fluctuent de telle manière que l'ATF est évalué à -60 à la fin de la période. Les écritures dans le compte de patrimoine des comptes nationaux seront les suivantes :

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	100	0	0	-100	0
Dérivés financiers - Passifs	0	0	0	60	60

IV. Comment enregistrer les opérations sur dérivés financiers ?

48. Le *SCN 1993* recommande que les opérations soient enregistrées au moment de la création, de la transformation, de l'échange, du transfert ou de l'extinction de la valeur économique. En ce qui concerne l'évaluation des opérations, le *SCN* est clair : «Les opérations sur actifs financiers sont enregistrées aux prix d'acquisition ou de cession de ces actifs» (paragraphe 11.44), c'est à dire au prix payé.

49. En principe, les opérations sur dérivés financiers sont enregistrées lorsque le contrat de dérivé financier est créé, échangé, et éteint (exercé). Lorsque les contrats de dérivés financiers sont créés ou échangés, la valeur de l'opération enregistrée est celle établie par le marché. La création d'un contrat d'option implique le paiement d'une prime : cela représente l'acquisition d'un actif en dérivés financiers par l'acheteur, et l'acceptation d'un passif par le vendeur. La création d'un contrat à terme n'implique pas l'enregistrement d'une opération en dérivés financiers au compte financier.

Exemple 3.

Une entité possède un contrat à terme normalisé sur marchandise, dont l'exercice procure une recette en numéraire de 50. À la fin de la période précédente, le contrat valait 75.

	Crédit	Débit			
Dérivés financiers - Actifs	50				
Monnaie et dépôts - Actifs		50			
	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	75	-50	0	-25	0

50. Lorsqu'un contrat de dérivés financiers est réglé en numéraire, les deux parties doivent enregistrer une opération sur dérivés financiers égale à la valeur du règlement en numéraire, et n'enregistrer aucune opération sur l'article sous-jacent. La somme payée représente la différence entre le prix de marché et le prix contractuel (prix d'exercice) — ou entre deux prix de référence — de l'article sous-jacent, multipliée par la quantité. La partie effectuant le paiement de numéraire doit enregistrer une réduction de son passif en dérivés financiers; celle qui reçoit le numéraire doit enregistrer une diminution de ses actifs en dérivés financiers (voir exemples 3 et 4). Si un contrat d'option expire sans être exercé, aucune opération n'est enregistrée, et la valeur inscrite au bilan est réévaluée à zéro.

Exemple 4.

Une entité possède un contrat à terme normalisé sur marchandise qui est évalué quotidiennement au prix du marché avec règlement du passif. Durant la période en cours, l'entité réalise des pertes pour un montant de 25 et réalise des gains d'un montant de 75. Par définition, le contrat à terme normalisé possède une valeur nulle au début et à la fin de la période.

	Crédit	Débit
Dérivés financiers - Actifs	75	
Dérivés financiers - Passifs		25
Monnaie et dépôts - Actifs		50

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	0	-75	0	75	0
Dérivés financiers - Passifs	0	-25	0	25	0

51. Si l'actif — physique ou financier — sous-jacent au dérivé financier est livré, comme lorsqu'un bon de souscription est exercé, des problèmes conceptuellement différents surgissent. Le statisticien peut décider d'enregistrer l'opération sur l'actif sous-jacent au prix auquel il a été acquis, c'est-à-dire au prix effectivement payé¹⁶, et n'enregistrer aucune opération sur dérivés financiers. On peut considérer cette approche comme compatible avec le principe d'évaluation du *SCN 1993* cité plus haut au paragraphe 48. En ce qui concerne les distorsions éventuelles dues à la revente immédiate de l'actif, ou à son évaluation ultérieure au prix du marché dans le relevé de position, la différence entre le montant effectivement payé et son prix sur le marché sera enregistrée comme une réévaluation. Si le dérivé financier possédait une valeur dans le relevé de position précédent, un «autre changement de volume» sera enregistré dans le relevé suivant (voir exemple 5). Cette approche comporte aussi des

¹⁶ Le prix payé peut comporter non seulement du numéraire, mais aussi d'autres actifs financiers.

avantages pratiques : le prix effectivement payé est directement observable et peut correspondre à certaines pratiques comptables.

Exemple 5.

Une entité possède un bon de souscription qui lui donne le droit d'acheter 100 titres à 50 pièce. L'entité exerce son droit. Le prix du titre en vigueur lorsque le bon est exercé est de 75, le même qu'à la fin de la période précédente, ainsi qu'à la fin de la période en cours.

	Crédit					Débit
Titres - Actifs						5000
Monnaie et dépôts - Actifs	5000					
	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture	
Dérivés financiers - Actifs	2500	0	-2500	0	0	
Titres - Actifs	0	5000	0	2500	7500	
Monnaie et dépôts - Actifs	5000	-5000	0	0	0	

En établissant le prix du bon de souscription, seule la différence entre le prix de référence et le prix d'exercice a été prise en compte.

52. Inversement, le statisticien peut décider d'enregistrer l'opération sur l'actif sous-jacent non au prix effectivement payé, mais au prix en vigueur pour cet actif. La différence entre le prix en vigueur et le prix effectivement payé (multipliée par la quantité) est enregistrée comme opération sur dérivés financiers (*MBP5*, paragraphes 132 et 402; voir exemple 6). Cette démarche repose sur deux justifications :

- La première est que le principe d'évaluation exprimé dans le *SCN 1993* peut être interprété plus largement que ne le suggère une lecture stricte de la citation incluse au paragraphe 48. L'argument est le suivant : il est nécessaire de disposer d'une méthode unique d'évaluation des opérations dans les comptes nationaux afin de pouvoir lier des opérations économiques nombreuses et variées en une seule unité comptable aux fins de l'analyse. Si le *SCN 1993* recommande d'utiliser le prix convenu entre les deux parties à la transaction, également appelé prix de marché au paragraphe 2.68 du *SCN 1993*, c'est entre autres parce que le prix convenu est censé représenter la meilleure évaluation de la valeur économique. Mais lorsque l'actif sous-jacent est livré, le prix en vigueur sur le marché constitue sans doute une meilleure évaluation de la valeur économique que le prix contractuel, et devrait par conséquent être le prix retenu pour l'enregistrement de l'opération sur l'actif en question.
- La seconde est que lorsque le dérivé financier exercé est un actif financier, l'extinction de l'actif/passif financier constitue une opération qui doit être enregistrée. Cette transaction a une valeur — le prix de marché du dérivé financier au moment du règlement — quoique cette valeur puisse n'être pas directement observable lorsque

l'actif sous-jacent est livré. La somme de la valeur du dérivé financier et du numéraire payé est égale au prix en vigueur pour l'actif considéré.

Exemple 6.

Il s'agit du même exemple que l'exemple 5, mais avec l'autre méthode d'enregistrement des opérations, lorsque l'instrument sous-jacent est livré.

Une entité possède un bon de souscription qui lui donne le droit d'acheter 100 titres à 50 pièce. L'entité exerce son droit. Le prix en vigueur pour le titre lorsque le bon est exercé est de 75, le même qu'à la fin de la période précédente, et qu'à la fin de la période en cours.

	Crédit					Débit
Dérivés financiers - Actifs	2500					
Titres - Actifs						7500
Monnaie et dépôts - Actifs	5000					

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	2500	-2500	0	0	0
Titres - Actifs	0	7500	0	0	7500
Monnaie et dépôts - Actifs	5000	-5000	0	0	0

En établissant le prix du bon de souscription, seule la différence entre le prix de référence et le prix d'exercice a été prise en compte.

53. Les statisticiens qui ont commenté la version précédente du présent document ont exprimé une très nette préférence pour la seconde méthode, tout en admettant que sa mise en oeuvre pourrait présenter des difficultés pratiques. Le principal argument en faveur de cette démarche est que si un dérivé financier est reconnu comme actif financier, son exercice constitue une opération qui doit être enregistrée comme telle et non comme un «autre changement de volume». Les statisticiens estiment aussi que cette seconde méthode permet un rapprochement plus significatif des opérations, des changements de valeur et des données de position, tout en reflétant plus exactement les événements réels, et est donc préférable d'un point de vue analytique. Il importe de souligner le lien de cause à effet dans l'élaboration de cette conclusion : si le dérivé financier satisfait aux critères de détermination des actifs de dérivés financiers, alors son exercice constitue une opération sur dérivés financiers. Adopter cette démarche ne signifie pas, par exemple, que le prix, convenu antérieurement à la livraison et au paiement, de biens et de services doit être ajusté lors du calcul des flux d'opérations.

54. Ainsi, lorsque l'actif sous-jacent au dérivé financier est livré, l'opération sur celui-ci doit être enregistrée au prix en vigueur sur le marché pour le sous-jacent, la différence entre le prix de marché et le prix effectivement payé, multiplié par la quantité, étant enregistrée comme une opération sur dérivés financiers.

Deux problèmes particuliers

55. Premièrement, comment classer les opérations sur contrats d'échange lorsque le contrat d'échange passe d'une position d'actif net à une position de passif net entre la période initiale et la période finale? Pour ces contrats, toutes les opérations doivent être enregistrées comme opérations à l'actif lorsque le contrat a une position d'actif net, et une opération au passif lorsque le contrat a une position de passif net. Le traitement approprié est exposé dans l'exemple 7.

Exemple 7.

(a) Une entité possède un contrat d'échange dont la valeur d'actif net est de 100 en début de période. Au cours de la période, l'entité effectue des paiements de 60, et reçoit 20. À la fin de la période, le contrat d'échange a une valeur d'actif net de 30.

	Crédit	Débit			
Dérivés financiers - Actifs	20	60			
Monnaie et dépôts - Actifs	60	20			
	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	100	60-20 = 40	0	-110	30

Les paiements sont enregistrés comme écritures de débit à la rubrique Dérivés financiers-actifs; à mesure des paiements, la valeur d'actif net du dérivé s'accroît — en substance, les passifs bruts chutent au moment du paiement, provoquant un accroissement de la position d'actif net, et vice-versa.

b) Même exemple qu'en a) excepté que la valeur du contrat d'échange passe d'une position d'actif net à une position de passif net. À la fin de la période, du point de vue de l'entité considérée, le contrat d'échange présente une valeur de passif net de 10. En supposant que le contrat ait possédé une valeur d'actif net au moment de la transaction, l'enregistrement des opérations sera identique à l'exemple a). L'enregistrement des données de position est le suivant :

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	100	60-20 = 40	0	-140	0
Dérivés financiers - Passifs	0	0	0	10	10

Si certaines des opérations ont eu lieu alors que le contrat d'échange avait une valeur de passif net, elles doivent être enregistrées comme opérations sur passifs de dérivés financiers.

56. Deuxièmement, le *SCN 1993* (paragraphe 11.40) explique que la chronologie du paiement des primes d'option varie : «Avec certains types d'options, la prime est versée à la date de prise d'effet du contrat, à la date d'exercice des options ou à leur date d'expiration. Avec d'autres, en particulier les options négociables, une partie de la prime est versée le jour de l'achat (prix d'achat) et le reste est payé par appels de marge si le prix de l'option baisse sur le marché.»

57. Lorsqu'une partie seulement du prix de l'option est payée à la création de l'instrument, l'acheteur encourt un passif vis-à-vis du vendeur, et possède un actif financier d'une valeur supérieure à celle du paiement initial : la valeur de la prime totale traduit le prix de l'option sur le marché à sa création. En revanche le vendeur encourt un passif supérieur au paiement initial qu'il a encaissé. En principe, à la création de l'instrument, l'acheteur et le vendeur enregistrent une opération sur dérivés financiers évaluée au montant de la prime totale, et un passif/actif à la rubrique «Autres sommes à payer/à recevoir - Autres» («Autres investissements - Autres» dans la balance des paiements), et tout paiement ultérieur de primes doit se traduire par une diminution dans la même catégorie (voir exemple 8). En principe, tout intérêt accumulé par ce passif/actif doit être imputé à la rubrique «autres sommes à payer/à recevoir - Autres». En pratique, les statisticiens peuvent éprouver des difficultés à mettre en oeuvre l'approche exposée dans le présent paragraphe.

Exemple 8.

Une entité acquiert un contrat d'option dont la valeur est de 50, mais ne paye que 20 à la création de l'instrument. Au cours de la période suivante, l'entité paye le reliquat de 30.

Période 1

	Crédit	Débit
Dérivés financiers - Actifs		50
Monnaie et dépôts - Actifs	20	
Autres sommes à payer/à recevoir - Passifs	30	

Période 2

	Crédit	Débit
Monnaie et dépôts - Actifs	30	
Autres charges à payer/à recevoir - Passifs		30

Période 2

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	50	0	0	0	50
Autres charges à payer/ à recevoir - Passifs	30	-30	0	0	0

CHAPITRE 2. COMPTABILISATION DES PRINCIPAUX DÉRIVÉS FINANCIERS

Le chapitre 2 décrit le mode de comptabilisation de dérivés financiers spécifiques. Il s'agit des échanges de taux d'intérêt, des accords de taux futurs, des contrats à terme de gré à gré sur devises, des dérivés de crédit et des dérivés intégrés¹⁷. Ces dérivés financiers ont été choisis en raison de leur importance sur les marchés financiers et/ou de l'incertitude qui entoure leur mode de traitement dans les comptes nationaux.

I. Introduction

58. L'enquête auprès des banques centrales sur l'activité des marchés de dérivés conduite en avril 1995 sous les auspices de la Banque des règlements internationaux (BRI) a montré que les échanges de taux d'intérêt, les échanges de devises, les accords de taux futurs (ATF), et les contrats à terme sur devises représentaient, en valeur vénale brute, plus de 85% de l'encours des dérivés financiers de gré à gré¹⁸. Il est donc de plus en plus important de saisir et de classer convenablement les opérations sur ces dérivés financiers, ainsi que leurs positions.

II. Contrats d'échange de taux et accords de taux futurs

59. Un contrat d'échange de taux d'intérêt entraîne, pendant un certain laps de temps, un échange de flux, libellés dans la même monnaie, de paiements, ou de recettes d'intérêts¹⁹, sur un principal fictif qui n'est jamais échangé. Les parties échangent principalement des flux de numéraire de paiements d'intérêts. Les instruments font souvent l'objet d'un règlement en numéraire par une partie à l'autre. De même, les ATF sont réglés par un paiement en numéraire, bien qu'il s'agisse de contrats dans lesquels les parties conviennent d'un taux d'intérêt à payer, à une date de règlement spécifiée, sur un montant de principal fictif d'échéance spécifiée, qui n'est jamais échangé. L'objet de ces dérivés financiers est de modifier l'exposition des parties aux risques de taux d'intérêt du marché. De même qu'avec d'autres contrats à terme, la valeur des contrats d'échange de taux d'intérêt est en principe nulle à la création, mais augmente avec la variation des taux d'intérêt du marché.

60. Dans le *SCN 1993* comme dans le *MBP5* il est recommandé de considérer les règlements nets en numéraire liés aux échanges de taux et aux ATF comme des revenus de la propriété, à enregistrer au compte de revenu/compte des transactions courantes, et d'inscrire les remboursements de principal associés aux opérations d'échange au compte financier. Le *SCN 1993* comme le *MBP5* spécifient que les ATF n'entraînent la passation d'aucune écriture

¹⁷ Le FMI envisage actuellement de considérer comme dérivés financiers les plans d'option sur actions offerts aux employés.

¹⁸ Avec les options de gré à gré, ces dérivés financiers représentaient 95 % de l'encours des dérivés financiers de gré à gré en valeur vénale brute.

¹⁹ Un échange de flux de paiements liés à des recettes d'intérêts constitue un type d'échange d'actifs.

au compte financier car ils ne concernent qu'un actif sous-jacent fictif et non un actif effectif. Quant au relevé de position, ni le *MBP5* ni le *SCN 1993* ne mentionnent les contrats d'échange de taux ou d'ATF.

61. La raison principale pour laquelle le *SCN 1993* recommande d'inclure les règlements en numéraire des ATF et des échanges de taux au compte de revenu ou au compte des transactions courantes est qu'à l'époque, de nombreux statisticiens estimaient que ces instruments sont contractés par les utilisateurs dans le but de modifier le coût du capital, et par là le taux d'intérêt effectif payé ou reçu. Certains statisticiens sont encore de cet avis. Par exemple, ils soutiennent que si une entité a des passifs à taux d'intérêt fixes mais des actifs à taux d'intérêt variables, et craint que les taux variables ne chutent par rapport aux taux fixes, elle peut éviter l'incidence des évolutions relatives des taux sur ses profits en contractant un échange de taux. Cette approche correspond aux normes comptables internationales actuelles²⁰, et correspond dans certains pays à la comptabilisation des intérêts par les sociétés. De fait, certains paiements d'intérêts par des utilisateurs aux créanciers incorporent le montant du règlement du contrat d'échange de taux d'intérêt, qui peut être positif ou négatif.

62. Toutefois, les statisticiens ont exprimé un certain nombre de réserves au sujet du mode de comptabilisation recommandé par le *SCN 1993* et le *MBP5* :

- Le revenu de la propriété est défini dans le *SCN 1993* comme «le revenu que doit recevoir le propriétaire d'un actif financier... en échange de la fourniture de fonds... à une autre unité institutionnelle» (paragraphe 7.88). Ni les échanges de taux d'intérêt, ni les ATF n'entraînent la fourniture de fonds à une partie par une autre. De plus ceci conduit à des problèmes analytiques en ce qui concerne les flux d'intérêts inter-sectoriels : un utilisateur intérieur peut emprunter auprès d'un non-résident mais contracter un échange de taux d'intérêt avec une institution financière intérieure, ce qui aboutit à des flux inter-sectoriels d'intérêts alors même qu'aucun capital n'a été fourni.
- En eux-mêmes, les échanges de taux et les ATF ne modifient pas le coût du capital, mais permettent de gérer les flux de paiements en modifiant les risques encourus. Par exemple, l'utilisateur qui emprunte à taux variable, mais désire éviter que le coût du capital (qui peut augmenter ou diminuer) ne se répercute sur ses flux de trésorerie et sur la viabilité du financement de son projet, contractera un échange de taux d'intérêt afin que l'incidence sur ses flux de trésorerie d'une éventuelle variation du coût du capital soit compensée par la réalisation d'un gain ou d'une perte de détention sur le contrat d'échange de taux d'intérêt.
- Il n'est pas sans intérêt de remarquer qu'à leur création, la valeur actualisée nette des contrats d'ATF ou d'échange de taux est en principe nulle, et que leur incidence réelle

²⁰ Encore que, comme il a été indiqué au paragraphe 12, on considère certains gains et pertes de détention d'actifs ou de passifs financiers comme un revenu en comptabilité d'entreprise, à l'inverse de la comptabilité nationale.

sur les coûts d'intérêt est inconnue. C'est pourquoi dans certains pays où les marchés d'échange de taux d'intérêts sont importants, les statistiques du taux d'intérêt net réglé fluctuent considérablement d'un trimestre à l'autre. On n'a pas encore déterminé si l'inclusion de ces données réduit ou accroît l'instabilité de l'intérêt enregistré : les participants au marché peuvent avoir recours à des échanges de taux et à des ATF pour réduire l'instabilité de leurs paiements d'intérêts nets.

- Les manuels internationaux ont une approche asymétrique de l'enregistrement des opérations sur dérivés financiers : alors que les règlements en numéraire des échanges de taux d'intérêt et des ATF sont inclus dans le compte de revenu, pour tenir compte de leur incidence sur le coût du capital, cette démarche n'est pas adoptée pour d'autres coûts, et, par exemple, on n'inclut pas au compte des biens et services les règlements en numéraire des dérivés financiers sur marchandises pour tenir compte de leur incidence sur le coût des biens et services.
- Traiter le règlement net en numéraire des ATF et des contrats d'échange de taux comme un revenu de la propriété, et celui des options et contrats à terme négociables comme le paiement d'actifs financiers, a cette conséquence que les dérivés financiers sur taux d'intérêt ne sont pas classés ensemble dans les comptes nationaux, bien qu'ils soient étroitement substituables : pratiquement, pour les opérateurs, le règlement en numéraire que procure l'exercice d'un ATF ne diffère en rien de celui d'un contrat à terme négociable sur taux d'intérêt.

63. Ce qui importe pour le classement de ces contrats dans les comptes nationaux est de déterminer si les échanges de taux d'intérêt et les ATF peuvent être considérés comme appartenant à l'ensemble des actifs financiers, et sinon, en quoi ils se distinguent des dérivés financiers sur taux d'intérêt qui en font partie.

64. Pour le *SCN 1993* comme pour le *MBP5*, les contrats à terme normalisés de taux d'intérêt appartiennent à l'ensemble des actifs financiers parce qu'ils s'échangent sur un marché organisé où leur valeur vénale peut être établie. Il est acquis à présent que les instruments de gré à gré qui respectent la définition des dérivés financiers doivent être considérés comme des actifs financiers — sauf si l'actif sous-jacent ne présente aucun prix de marché observable — car ils constituent des réserves de valeur et peuvent engendrer des gains et des pertes de détention (voir paragraphe 40 ci-dessus). Les marchés financiers ont effectivement tendance à voir, dans la détention d'ATF et de contrats d'échange de taux, l'acquisition d'un actif financier dont le rendement prend la forme de plus-values ou de moins-values. **Ainsi, les échanges de taux d'intérêt et les ATF, deux des instruments de gré à gré les plus répandus, doivent être classés comme actifs financiers, et les règlements nets**

en numéraire qui leurs sont associés doivent être inscrits au compte financier²¹ et non comptabilisés comme intérêts.

65. Le reclassement, du compte de résultats au compte financier, des paiements et recettes nets au titre des échanges de taux d'intérêt et des ATF aura des répercussions sur divers éléments des comptes nationaux. Le fait que ces opérations cessent d'être classées comme un revenu de la propriété se répercutera successivement sur le solde des revenus primaires, le revenu disponible et l'épargne, tant au niveau sectoriel que dans l'économie entière. Le reclassement des paiements/recettes nets impliquant des non-résidents aura une incidence à la fois sur le solde extérieur courant et sur le revenu national brut, puisque les revenus extérieurs nets y sont inclus. Cela n'aura d'incidence sur le produit intérieur brut que si certaines recettes nettes avaient été considérées comme des Services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) et donc classés comme services plutôt que comme revenus. Ces services seront également reclassés au compte financier comme opérations sur dérivés financiers. Dans certains pays, l'impact sur le RNB de la modification proposée pourrait être considérable.

III. Contrats à terme de gré à gré sur monnaies

66. Il existe trois grands types de dérivés financiers à terme de gré à gré sur monnaies. Premièrement, les échanges de devises : opération d'achat/vente de devises au comptant associée à une opération simultanée de vente/achat des mêmes devises à terme. Selon l'enquête de la BRI d'avril 1995 sur l'activité des marchés de dérivés, mentionnée plus haut, ces contrats sont les instruments de gré à gré en devises les plus largement «négociés». Au deuxième rang par le volume d'activité viennent les contrats de devises à terme : deux parties conviennent d'échanger des devises à un taux de change convenu pour un montant spécifié à quelque date ultérieure convenue. Troisièmement, les contrats d'échange de taux et de devises, parfois appelés échanges de monnaies : ces contrats entraînent l'échange de flux de numéraire liés à des paiements d'intérêts, et l'échange de montants de principal à la fin du contrat, à un taux de change convenu; il peut également y avoir un échange de principal au début du contrat, avec éventuellement dans ce cas remboursements ultérieurs, comprenant à la fois le paiement des intérêts et l'amortissement du principal, progressivement et selon des règles déterminées à l'avance.

67. Le mode d'enregistrement des échanges de monnaies est défini dans le *SCN 1993* comme dans le *MBP5* : les flux d'intérêts résultant d'accords d'échange doivent être enregistrés comme revenus de la propriété, et les remboursements de principal au compte financier²². Toutefois, les raisons avancées ci-dessus pour classer au compte financier les

²¹ D'autres produits similaires sur taux d'intérêt, tels que les accords de taux plafond, de taux plancher, de taux plafond et plancher, les contrats d'option à barrière (*barrier*) et les captions sont tous des contrats d'option de gré à gré et sont, par convention, enregistrés au compte financier.

²² Un motif pour continuer à considérer l'élément intérêt des contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises comme un revenu, c'est que leur usage par les emprunteurs est directement lié au financement international. Pour
(à suivre...)

règlements nets en numéraire des échanges de taux d'intérêts s'appliquent tout autant aux règlements nets en numéraire de la composante d'intérêts des échanges de taux d'intérêt et de devises. Par ailleurs les statisticiens ont noté les difficultés pratiques que suscite la dissection des échanges de taux d'intérêt et de devises en leurs composantes intérêts et principal. **Les règlements nets en numéraire de la composante d'intérêts des échanges de taux et de devises doivent donc eux aussi être comptabilisés comme opérations au compte financier.**

68. En enregistrant les opérations et les positions en dérivés sur devises, il est nécessaire de distinguer entre les opérations et les positions sur le contrat d'instrument dérivé, et l'obligation de livrer ou de recevoir le principal sous-jacent lié au contrat. Le but d'un dérivé financier sur devises est de modifier le risque de taux de change encouru par les parties au contrat; le taux auquel s'effectuera la future transaction est convenu d'avance. De même que pour les autres contrats à terme, la valeur du dérivé financier sur devises est en principe toujours nulle à sa création, mais il prend de la valeur du fait des variations des taux de change sur le marché.

69. Toute opération associée à un contrat en devises doit être convertie dans l'unité de compte au taux de change en vigueur sur le marché, et non au taux de change contractuel convenu : le *SCN 1993* précise clairement qu'au moment de l'opération, les montants en monnaie étrangère doivent être convertis dans l'unité de compte «au taux en vigueur au moment où ils sont comptabilisés» (paragraphe 3.76). La transaction initiale d'achat ou de vente de devises est une opération qui apparaîtra au poste «Monnaie et dépôts» au taux de change convenu entre les parties. En revanche, le taux de change de l'achat ou de la vente à terme de monnaies dans le cadre d'un instrument dérivé sur devises est convenu entre les deux parties au moment de l'établissement du contrat d'échange, et peut différer du taux de change en vigueur au moment du règlement. Il en résulte qu'exprimée dans l'unité de compte, la valeur de la monnaie reçue (enregistrée au crédit du poste «Monnaie et dépôts, actifs»), n'est pas égale à la valeur de la monnaie payée (inscrite au débit du poste «Monnaie et dépôts, actifs»). La différence, mesurée dans l'unité de compte, entre les valeurs — au taux de change en vigueur — des monnaies échangées doit être imputée aux opérations sur dérivés

²²(...suite)

l'emprunteur, les deux transactions — la dette initiale et l'échange — n'en font qu'une, avec cette conséquence que, bien qu'il ait emprunté et soit débiteur d'un principal et d'intérêts en devises, sur le plan pratique, il considère que sa dette est libellée en monnaie nationale. Certains statisticiens présentent leurs données de cette manière : dans le relevé de position, la valeur de la dette initiale et celle de l'échange de devises sont liées, et au compte de revenu, les paiements d'intérêts au titre de la dette initiale et les éventuels paiements/recettes au titre de l'échange de devises sont également liés. Le statisticien considère que cette façon de faire traduit plus fidèlement la position du point de vue de l'emprunteur. Il y a néanmoins deux transactions, l'emprunt initial et l'échange de taux d'intérêt et de devises, et le *SCN 1993* comme le *MBP5* recommandent clairement de traiter les dérivés financiers séparément des transactions sous-jacentes auxquelles ils peuvent être liés à titre de couverture, car l'unité institutionnelle qui est partie à l'opération sur dérivés financiers n'est pas la même que celle qui est partie à l'opération sur le sous-jacent objet de la couverture.

financiers. Si les recettes du poste «Monnaie et dépôts» excèdent les paiements, une réduction des «Dérivés financiers, actifs» sera enregistrée; et vice-versa (voir exemple 9).

Exemple 9.

Une entité résidente des États-Unis contracte un échange de monnaies : elle s'engage à acheter 100 dollars E.U. contre 10.000 yen dans trois mois. En fin de période, le taux de change dollar/yen est passé à 110 yen pour un dollar. Les comptes de l'entité américaine sont établis en dollars.

Premier trimestre	Crédit	Débit
Dérivés financiers - Actifs	9,1	
Monnaie et dépôts - Actifs	90,9	100

Converti en dollars au taux de change en vigueur (110 yen pour un dollar), le paiement en yen effectué par l'entité américaine, est moins élevé que sa recette en dollars. À l'instant précédant l'échange, l'entité américaine possède un actif en dérivés financiers en raison de la variation du taux de change, mais cet actif est purgé au moment de l'échange. D'où l'écriture suivante au poste «Dérivés financiers - Actifs» :

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	0	-9,1	0	9,1	0

Les écritures au poste «Dérivés financiers - Actifs», tant dans le relevé de position que dans le relevé d'opérations seraient identiques si les deux parties contractaient un échange de devises à terme.

70. Dans le relevé de position, les devises détenues devraient être incluses sur une base brute au poste «Monnaie et dépôts», après conversion dans l'unité de compte au taux de change en vigueur. Le dérivé en devises acquiert une valeur vénale propre à mesure que le prix des monnaies change sur le marché, car le taux de change auquel les parties pratiqueront l'échange à l'avenir sera différent du taux de change initialement anticipé. Cette valeur vénale doit être enregistrée comme la position d'un dérivé financier, et toute variation de valeur survenue depuis le relevé de position précédent être inscrit comme changement de valeur. Une valeur vénale positive sera enregistrée à l'actif; une valeur négative au passif (voir exemple 10).

71. Le bien-fondé de l'évaluation analytique des dérivés financiers libellés en devises est évident dans l'exemple suivant : un pays emprunte des yen qu'il échange contre des dollars avec une contrepartie non-résidente. Si le contrat d'échange est supposé dépourvu de valeur, ou n'est pas enregistré dans les comptes parce que non négocié sur un marché organisé, le passif financier inscrit dans les comptes du pays emprunteur sera «seulement» l'emprunt en yen, converti en monnaie nationale. Une telle représentation pourrait ne pas traduire fidèlement le passif réel du pays. Par exemple, en cas d'appréciation du dollar vis-à-vis à la fois du yen et de la monnaie nationale, le passif effectif, exprimé en monnaie nationale, du pays emprunteur augmente puisqu'il faut davantage de monnaie nationale pour rembourser les

dollars que n'en valait l'emprunt initial en yen. Cet écart entre les valeurs en monnaie nationale des passifs libellés en dollars et en yen est la valeur du contrat d'échange, à présent devenu un passif. De sorte qu'évaluer le contrat d'échange de monnaies dans le relevé de position exprime plus exactement la position extérieure véritable.

Exemple 10.

Une entité résidente des États-Unis accepte de vendre 20.000 yen contre paiement de 200 dollars dans six mois, le taux de change implicite étant de 100 yen pour un dollar. Trois mois après la conclusion de ce contrat à terme sur devises (fin de la période 1), le taux de change à terme dollar/yen à trois mois, c'est à dire au moment où le contrat sera exercé, est de 110 yen pour un dollar sur le marché. Le taux d'intérêt à trois mois est de 4 % aux États-Unis. Les données de position pour les États-Unis (en dollars) sont :

	Position d'ouverture	Opérations	Autres changements de volume	Compte de réévaluation	Position de fermeture
Dérivés financiers - Actifs	0	0	0	18	18

L'entité résidente des E.U. doit recevoir 200 dollars dans trois mois, bien qu'au taux de change à trois mois actuellement en vigueur, 20.000 yen ne valent que 181,81 dollars. Le contrat à terme sur devises constitue donc, au taux à terme en vigueur, un actif pour l'entité américaine. Après application du coefficient d'actualisation, cet actif vaut 18 dollars.

IV. Dérivés de crédit

72. Tous les dérivés financiers que nous avons décrits dans ce chapitre jusqu'à présent sont destinés à permettre l'échange du risque de marché. Mais les dérivés financiers servent également à échanger d'autres types de risque. Les dérivés dont la finalité première est d'échanger le risque de crédit sont appelés dérivés de crédit. À l'heure actuelle, il s'agit d'un marché en expansion rapide, qui est étudié de près par les autorités prudentielles et la profession comptable. Les types de contrats sont les mêmes que pour le risque de marché : à option ou à terme.

73. Un premier type de dérivé de crédit est un simple contrat d'échange : des flux de paiement liés à un taux d'intérêt garanti, tel qu'un taux interbancaire augmenté d'une marge, sont échangés contre les flux de paiements et les plus-values ou moins-values associés au passif d'une entité moins bien cotée; c'est ce qu'on appelle un échange total de rendements (*total return swap*). De même que les autres contrats d'échange, cet instrument est un dérivé financier. Autre type de dérivé de crédit : l'option sur marge, contrat d'option fondé sur l'écart des taux d'intérêt entre un crédit de grande qualité et un crédit de qualité inférieure. Si par exemple l'écart se réduit au cours de la durée de l'option, c'est au bénéfice de l'acheteur de l'option. Il s'agit là d'une option ordinaire, qui est donc un instrument financier dérivé. Les taux d'intérêts applicables aux deux crédits, tant à cote élevée que faible sont en général aisément observables, et l'option peut donc être évaluée.

74. Un troisième type de dérivé de crédit est l'échange du risque de défaut : la prime de risque implicite dans le taux d'intérêt d'une obligation ou d'un emprunt est échangée — de manière continue — contre le paiement d'une somme en numéraire si l'emprunteur fait défaut. Il s'agit d'un échange de risques — l'une des parties échange la prime de risque contre ce qui est en substance un taux d'intérêt garanti, l'autre échange le risque de défaut contre la prime de risque — et ces instruments sont apparemment évalués à l'aide de la courbe des rendements anticipés. Ainsi ces instruments présentent les caractéristiques des instruments financiers dérivés, et l'on doit donc présumer qu'il faut les traiter comme tels. Il existe des contrats par lesquels une entité effectue un paiement unique à une autre, dans le but par exemple d'être financièrement garantie contre une catastrophe. Dans de tels cas il peut être difficile de déterminer un prix de référence, de sorte que ces contrats à prime unique peuvent ne pas avoir d'intérêt du point de vue des comptes nationaux. Comme ils confèrent une protection financière contre l'occurrence d'événements spécifiques, il se peut qu'ils représentent une forme d'assurance.

75. Il existe une quatrième forme de dérivé de crédit : le bon à option d'emprunt. Il s'agit d'instruments qui combinent une obligation ordinaire à une option d'emprunt. Il s'agit là d'une forme de dérivé intégré, et l'option intégrée ne doit donc pas faire l'objet d'une écriture et d'une évaluation distinctes dans les comptes nationaux (voir ci-après).

76. En résumé, rien n'interdit de classer un dérivé de crédit parmi les actifs en dérivés financiers. En fait ces dérivés financiers, de même que les instruments de risque de marché, sont souvent établis à l'aide d'accords-type juridiquement normalisés, et recourent à des procédures de dépôt initial et d'appels de marge, ce qui conduit à des méthodes d'évaluation reconnues.

V. Dérivés intégrés

77. Certains instruments financiers comportent des dérivés financiers qui leur sont intégrés. On les appelle dérivés intégrés ou encore options intégrées. Par exemple, les titres émis par une entreprise peuvent être assortis d'une option de conversion en actions, ou d'une option d'achat (être achetables par l'émetteur) ou de vente (être revendables à l'émetteur) qui peut être exercée après un laps de temps spécifié, ou autoriser le remboursement du principal dans une monnaie autre que celle d'émission, ou limiter les augmentations des paiements à taux d'intérêt flottants. Le *SCN 1993* et le *MBP5* ne couvrent pas explicitement le traitement de ces dérivés financiers, sauf pour recommander que les options qui permettent à l'acheteur d'obligations d'entreprise de convertir les obligations en actions puissent être enregistrées et évaluées comme des dérivés financiers négociables distincts. La valeur de l'option peut être estimée de manière approchée en comparant l'écart entre le prix de l'obligation «convertible» avec celui d'une obligation d'entreprise de cotation similaire n'offrant pas d'option de conversion.

78. Comme les dérivés intégrés peuvent modifier considérablement les caractéristiques d'un instrument, il s'agit de déterminer s'il faut traiter ces dérivés financiers comme des instruments distincts ou comme partie intégrante de l'instrument sous-jacent.

79. Le *SCN 1993* et le *MBP5* recommandent de traiter les dérivés financiers séparément des opérations sous-jacentes auxquelles ils peuvent être liés à titre de couverture²³, au motif que l'unité institutionnelle partie à la transaction sur le dérivé financier n'est pas la même que celle qui est partie à l'opération sous-jacente objet de la couverture. Dans un dérivé intégré, les parties à l'instrument financier dérivé et à l'instrument financier sous-jacent sont par définition les mêmes. Il s'ensuit que le raisonnement invoqué dans le *SCN 1993* et le *MBP5* pour justifier l'enregistrement et l'évaluation distincts des dérivés financiers ne s'applique pas au cas des dérivés intégrés.

80. Il existe par ailleurs des raisons pratiques de ne pas enregistrer et évaluer séparément les dérivés intégrés. Premièrement, il faudrait identifier lesdits dérivés intégrés : que les parties au dérivé soient les mêmes que celles de l'instrument financier sous-jacent ajoute une difficulté supplémentaire ainsi qu'un élément de subjectivité à cette identification, en comparaison de la situation dans laquelle le dérivé financier est un contrat distinct. Des déclarants différents pourront se faire une idée différente de ce qui, dans les clauses d'un contrat, constitue ou non un dérivé intégré, ce qui accroît la possibilité d'asymétries de déclaration intrasectorielles et intersectorielles. Deuxièmement, pour que le contrat puisse être considéré comme un actif financier, il faut pouvoir démontrer sa valeur vénale. Mais le prix de l'instrument financier sous-jacent et celui du dérivé financier sont interdépendants. La valeur du dérivé financier n'est pas identifiable séparément en cas d'opération sur l'instrument sous-jacent, et si les statisticiens évaluent séparément le dérivé financier dans le relevé de position, des ajustements compensatoires seront nécessaires dans l'évaluation de l'instrument financier sous-jacent. Troisièmement, reste la difficulté pratique d'identifier le paiement de la prime associée à l'établissement de l'option intégrée.

81. Les dérivés financiers qui sont intégrés à l'instrument primaire, de telle sorte que les parties tant à l'instrument sous-jacent qu'au dérivé financier sont identiques, ne doivent donc pas être enregistrés ni évalués de manière distincte dans les comptes nationaux. En d'autres termes, si un instrument primaire tel qu'un titre ou un prêt contient un dérivé intégré, l'instrument doit être évalué et classé conformément à sa fonction primaire, à savoir titre ou prêt, même si la valeur de ce titre ou de ce prêt diffère de celle d'un titre ou prêt comparable en raison du dérivé qui lui est intégré. Cela signifie que la composante «dérivé financier» ne doit pas être enregistrée séparément, mais considérée comme partie intégrante de l'instrument primaire. Si le dérivé financier se détache de l'instrument primaire de telle sorte que les parties au dérivé financier sont différentes de celles de l'instrument primaire, alors le dérivé financier n'est plus considéré comme intégré. Comme les dérivés intégrés peuvent exercer des répercussions notables sur les flux financiers, il peut être nécessaire de disposer de procédures de comptabilisation distinctes afin de rendre compte de leurs effets.

²³ Il est possible que de nombreuses couvertures soient enregistrées de façon incorrecte dans les comptes nationaux, ou demeurent indétectées, et qu'elles faussent les estimations d'une manière inconnue. Les couvertures ne causent d'ordinaire que des erreurs minimales, mais des erreurs considérables peuvent se produire si la volatilité des taux de change est élevée, ou si les articles couverts sont des produits de base agricoles ou minéraux.

CHAPITRE 3. TRAITEMENT DES DÉPÔTS DE MARGE

Le chapitre 3 vise à clarifier le traitement des dépôts de marge dans les comptes nationaux. On verra apparaître dans ce chapitre les expressions «marge remboursable» et «marge non remboursable», mieux appropriées aux fins du travail statistique que les expressions «dépôt de garantie» et «marge de variation».

I. Introduction

82. Le *SCN 1993* (paragraphe 11.40) distingue le «dépôt initial» de la «marge de variation», conformément à la terminologie en usage sur les marchés formels de dérivés financiers. Cependant, à mesure que la pratique du dépôt de marge ou de garantie se répand sur les marchés financiers — le dépôt de garantie devient courant sur les marchés hors-cote de dérivés financiers, ainsi que pour d'autres opérations financières, comme la titrisation de créances — et comme les dispositifs institutionnels varient avec les marchés, il est apparu que les termes «initial» et «variation» n'ont qu'une application limitée et peuvent avoir des significations différentes pour différents statisticiens. En conséquence, il est recommandé ici d'utiliser de préférence les termes «marge remboursable» et «marge non-remboursable»²⁴ afin de clarifier, non de réviser les recommandations du *SCN 1993* et du *MBP5*.

II. Marge remboursable

83. La marge remboursable est un dépôt de marge ou de garantie destiné à protéger l'autre partie au contrat contre le risque de crédit associé au dérivé financier, mais demeure la propriété de l'entité déposante. Le dépôt de marge ou de garantie est remboursable à la partie déposante lorsque celle-ci éteint sa position au contrat de dérivé financier. Bien que l'utilisation du dépôt de marge ou de garantie puisse être soumise à restrictions, si l'entité déposante conserve les risques et avantages de la propriété, tels que le droit aux dividendes, coupons, et/ou intérêts, elle possède encore le dépôt : le dépôt de marge ou de garantie sera dit remboursable.

84. Le type d'actif financier qui est déposé comme marge remboursable détermine s'il faut passer des écritures dans les comptes nationaux. Lorsque les dépôts de marge remboursables sont effectués en «monnaie et dépôts», les transactions sont enregistrées au compte financier au poste «Monnaie et dépôts» (voir exemple 11). Ces écritures apparaissent parce que le dépôt de marge constitue un passif de l'institution dépositaire où sont détenus les fonds. Il n'y a aucune transaction en dérivés financiers à enregistrer. Certains statisticiens pourront préférer classer ces dépôts de marge remboursables au poste «autres sommes à payer/à recevoir» afin de réserver le terme «dépôts» aux passifs monétaires.

²⁴ La marge remboursable s'apparente davantage au dépôt de garantie, et la marge non-remboursable à la marge de variation.

Exemple 11.

Une entité achète un contrat à terme négociable et paye des commissions de courtage d'un montant de 12 unités. L'entité doit déposer une marge remboursable de 250 unités auprès de la maison de courtage comme garantie en cas d'évolutions défavorables du marché.

	Crédit	Débit
Services financiers		12
Compte financier		
Monnaie et dépôts - Actifs	262	250

85. Lorsque le dépôt de marge remboursable est effectué en actifs non monétaires, tels que des titres, aucune transaction n'est enregistrée dans les comptes nationaux, car il n'y a aucune mutation dans la propriété des actifs; un transfert d'actifs entre institutions depositaires n'engendre pas, en lui-même, d'opérations dans les comptes nationaux.

III. Marge non remboursable

86. La marge non-remboursable est un dépôt de marge ou de garantie qui est payé pour réduire ou satisfaire une obligation financière découlant d'un contrat de dérivé financier. L'entité qui paie une marge non-remboursable ne détient plus la propriété du dépôt de marge ou de garantie ni ne conserve les risques et avantages de la propriété, tels que le droit de recevoir des dividendes, des coupons et/ou des intérêts. Par exemple, sur certains marchés organisés de dérivés financiers, les contrats sont quotidiennement évalués aux cours de compensation, avec réalisation des bénéfices et des pertes; la marge non-remboursable est déposée pour payer la perte encourue sur le dérivé financier (voir exemple 4). Le paiement de marges non-remboursables doit toujours être enregistré dans les comptes nationaux.

87. Les dispositifs de marge peuvent être complexes, et les procédures diffèrent d'un pays à l'autre. Par exemple, dans certains pays, les marges remboursables et non-remboursables sont comptabilisées dans un compte unique et il peut être difficile de les distinguer. Il faut passer en revue les dispositions institutionnelles effectives. Le point important est de déterminer si l'entité déposante conserve ou non la propriété effective du dépôt de marge. Lorsque la marge remboursable sert ultérieurement à régler ou réduire un passif financier, c'est-à-dire si l'entité déposante cesse d'en être propriétaire, la transaction est enregistrée de la même manière que pour une marge non-remboursable : voir paragraphe 86 ci-dessus et l'exemple 12.

Exemple 12.

Une entité détient une position de passif d'un montant de 50 unités dans un contrat à terme normalisé et doit payer une marge non-remboursable du même montant à la chambre de compensation.

	Crédit	Débit
Dérivés financiers - Passifs		
Monnaie et dépôts - Actifs	50	50

En payant la marge non-remboursable, l'entité règle son passif en dérivés financiers, d'où l'écriture de débit au passif du poste des dérivés financiers.

CHAPITRE 4. PRINCIPAUX PROBLÈMES DE CLASSIFICATION

Le chapitre 4 apporte des éclaircissements sur la classification des opérations et des positions en dérivés financiers. Ce chapitre présente les arguments en faveur de l'enregistrement des dérivés financiers dans une catégorie d'instruments distincte dans les comptes nationaux, et sous une rubrique fonctionnelle distincte dans la balance des paiements, tout en relevant les difficultés pratiques qu'impliquerait un tel changement. Les sous-classifications possibles aux fins de la communication internationale sont envisagées.

I. Classification fonctionnelle des dérivés financiers

88. Dans le *SCN 1993*, tous les dérivés financiers qui sont des actifs financiers sont réunis au poste «Titres autres qu'actions». C'est à dire que les opérations et les positions doivent être regroupées en un groupe unique au poste «Titres autres qu'actions» du compte financier. Pour la balance des paiements, le *MBP5* recommande que les opérations et positions en dérivés financiers soient principalement incluses à la rubrique «Investissements de portefeuille», quoique, en fonction de la nature des opérateurs, ces opérations et positions peuvent être incluses dans les «Avoirs de réserve» — si une autorité monétaire possède ou échange des actifs en dérivés financiers, et que ces actifs satisfont aux critères des avoirs de réserve — ou dans la rubrique «Investissement direct» — si les opérateurs sont partie à une relation d'investissement direct, et ne sont ni des banques ni des intermédiaires financiers.

89. L'autre possibilité serait de rassembler les opérations et positions en dérivés financiers dans une catégorie d'actifs financiers distincte dans les comptes nationaux, et sous une rubrique fonctionnelle distincte dans la balance des paiements, intitulées «dérivés financiers». Le raisonnement est le suivant : dans le *SCN 1993* et le *MBP5*, les actifs en dérivés financiers — c'est à dire les contrats de dérivés financiers qui sont normalisés et possèdent une valeur vénale — sont inclus dans les «Titres autres qu'actions», et dans les «Investissements de portefeuille», en raison de leur négociabilité. Cependant, ceux des dérivés financiers de gré à gré qui sont à présent classés comme actifs financiers — si l'on adopte une définition moins restrictive de l'ensemble des actifs financiers — ne tombent pas naturellement dans la catégorie des titres²⁵. Une possibilité serait de classer les actifs/passifs en dérivés financiers normalisés avec les titres, et les actifs/passifs en dérivés financiers de gré à gré — essentiellement ceux de ces dérivés financiers qui sont compensables sur le marché — comme «Autres investissements». En fait, le Groupe informel chargé de l'évaluation des produits financiers dérivés a conclu que les dérivés financiers sont en principe susceptibles d'exister dans de nombreuses catégories d'actifs financiers, et a recommandé qu'une sous-catégorie de dérivés soit ajoutée aux composantes de la classification là où le besoin s'en ferait sentir. Il ressort cependant de l'exposé qui précède que la distinction entre dérivés financiers normalisés et dérivés de gré à gré est loin d'être aussi tranchée qu'on le pensait auparavant. Les actifs et passifs en dérivés financiers pourraient en revanche être regroupés dans une catégorie de

²⁵ En outre, contrairement aux titres, aucun revenu d'investissement ne découle de la propriété d'un instrument financier dérivé.

dérivés financiers distincte, conformément à leurs caractéristiques particulières : leur nature diffère de celle des autres actifs financiers. Les exceptions, dans la balance des paiements, relatives à l'investissement direct et aux avoirs de réserve, seraient maintenues.

90. Cette dernière démarche a été largement soutenue par les statisticiens qui ont fait leurs commentaires sur la version précédente du présent document. Il s'agirait donc de définir une catégorie d'instruments distincte dans les comptes nationaux, et une catégorie fonctionnelle distincte dans la balance des paiements pour les dérivés financiers. En outre, les opérations sur dérivés financiers devraient être identifiées distinctement dans les «Investissements directs» et les «Avoirs de réserve». Quelques statisticiens ont fait observer que la mise en oeuvre de tels changements soulèverait des difficultés pratiques à court terme, car le développement de systèmes de saisie de cette activité en dérivés financiers est encore en cours dans de nombreux pays. Il faudrait également prendre en considération les conséquences pratiques de ces modifications de présentation pour la communication internationale des données. En outre, si les règlements nets des échanges de taux d'intérêt et des ATF sont reclassés du compte des revenus au compte d'opérations financières, il faudra également apporter des modifications à la présentation du compte des transactions courantes.

91. Les dérivés financiers doivent être reconnus comme une catégorie d'instruments distincte au poste des actifs financiers du SCN, et comme un groupe fonctionnel distinct dans la balance des paiements, conformément à leurs caractéristiques particulières. Les conséquences pratiques de ce changement devront être prises en compte avant sa mise en oeuvre dans les normes internationales de communication des données de balance des paiements.

II. Sous-classification des dérivés financiers

92. Actuellement, les opérations et les positions en dérivés financiers sont classées dans les comptes nationaux par secteur institutionnel d'appartenance de la contrepartie. La classification par dérivés financiers à court terme et à long terme est facultative. Dans la balance des paiements, les données doivent être enregistrées par secteur institutionnel à la rubrique «Investissements de portefeuille». Quelle que soit la présentation retenue pour les dérivés financiers dans les comptes nationaux et dans la balance des paiements, la ventilation institutionnelle devrait être conservée.

93. Aucune sous-classification plus poussée ne recueille de consensus ferme. Les statisticiens peuvent sous-classifier les dérivés financiers par catégorie de risque dans leurs présentations nationales — mais avec le développement des marchés de dérivés financiers, la liste des catégories de risque nécessitera probablement une révision à l'avenir — et/ou par grands types de dérivés financiers, comme les contrats d'option et les contrats à terme. La collecte de données sous-classifiées par type de risque pourrait améliorer l'analyse d'importantes composantes des comptes nationaux; les données de risque de taux d'intérêt pourraient par exemple servir à analyser les coûts effectifs d'emprunt. La classification par catégorie de risque de marché était la démarche adoptée pour l'enquête de banque centrale sur l'activité des marchés de dérivés financiers coordonnée par la BRI en avril 1995. En outre, les

statisticiens peuvent envisager de subdiviser les dérivés financiers en deux sous-catégories, «normalisés» et «de gré à gré», car les risques de contrepartie associés peuvent différer fortement, et les variations relatives d'activité peuvent signaler des changements dans les pratiques des marchés et leur efficacité respective.

APPENDICES

APPENDICE I. RÉSUMÉ DES CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE INFORMEL CHARGÉ DE L'ÉVALUATION DES PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS : AVRIL 1996.

Le présent rapport présente les conclusions et recommandations du Groupe informel chargé de l'évaluation des produits financiers dérivés, qui s'est réuni à Washington, D.C., du 22 au 24 avril 1996. Son mandat était le suivant :

À la lumière 1) de l'expérience acquise dans l'application des nouvelles normes de la balance des paiements et des comptes nationaux concernant les dérivés financiers, et 2) de l'innovation permanente sur les marchés financiers, le groupe informel fera connaître son avis sur les questions relatives à la mise en oeuvre de ces normes dans le but d'élaborer davantage ou de clarifier le cas échéant les méthodologies employées.

Le présent rapport sera transmis au *Comité auprès du FMI d'experts de la balance des paiements*, au *Groupe de travail intersecrétariats sur la comptabilité nationale*, et au *Groupe d'experts du FMI sur les statistiques monétaires et financières*, qui se réunira en novembre 1996 en vue de la mise au point définitive du *Manuel de statistiques monétaires et financières*.

Conclusions

Les membres du Groupe ont indiqué que leurs pays respectifs collectaient ou entendaient collecter des données sur les dérivés financiers, conformément aux recommandations énoncées dans le *Système de comptabilité nationale, 1993 (SCN 1993)*, le *Système européen de comptes économiques intégrés* (pour les membres de l'Union européenne), et la cinquième édition du *Manuel de la Balance des paiements (MBP5)*. L'expérience acquise a permis de dégager les conclusions suivantes :

- Il est nécessaire d'encourager la coopération entre tous les statisticiens nationaux qui collectent des données de dérivés financiers (par exemple données bancaires, de comptes financiers ou de balance des paiements, etc). Cela permet d'échanger les expériences, d'harmoniser les concepts, et de réduire le fardeau des entités déclarantes au minimum, dans un domaine des statistiques qui est d'une complexité considérable.
- Des approches distinctes des entités déclarantes sont nécessaires car les besoins des statisticiens des comptes nationaux diffèrent de ceux des autorités de surveillance bancaire en matière de données de dérivés financiers; par exemple, les autorités de surveillance bancaire ont besoin de données consolidées, tandis que les statisticiens économiques ont besoin de données établies selon la résidence. Les normes internationales élaborées sous les auspices de la BRI applicables aux communications

avec les autorités de contrôle bancaire devraient entrer en application dans le courant de 1997/98.

- Le Groupe a constaté que l'obligation comptable et prudentielle d'évaluer les instruments dérivés au prix du marché constitue une aide pour les statisticiens des comptes économiques dans la collecte des données de position.
- Tous les pays souhaitent un échange d'information sur le bilan de l'application des recommandations du *SCN 1993* et du *MBP5*.

Entretiens et recommandations

Les entretiens du Groupe se sont centrés sur les questions les plus préoccupantes. Ils ont isolé les points suivants :

- Le Groupe a examiné en détail l'inclusion des dérivés financiers dans l'**ensemble délimité des actifs financiers**. Le consensus qui s'est dégagé de cet examen est que le critère de «compensabilité sur le marché» doit être ajouté à la «négociabilité» comme méthode de démonstration de la valeur; ce point est considéré comme une clarification des normes existantes. Le Groupe recommande cette approche pour les instruments qui peuvent être «compensés» au sein de la même catégorie d'instruments; par exemple, une position dans un «échange financier» peut être compensée par l'acquisition d'un autre «échange financier». Un tel traitement serait cohérent avec le projet *SEC*. Il a été convenu que le FMI consultera Eurostat et l'IME au sujet des documents de référence de la recommandation *SEC*, et produira une étude sur la délimitation des actifs concernant les dérivés financiers, à l'usage du *Comité auprès du FMI d'experts de la balance des paiements* et de la réunion du *Groupe d'experts* en novembre 1996.
- Le Groupe a débattu de l'éventuelle nécessité d'élaborer une **définition des dérivés financiers** afin de faciliter la délimitation de l'ensemble des actifs financiers. Aucun consensus n'a été atteint sur la meilleure démarche à adopter, soit élaborer ladite définition, ou bien continuer comme actuellement à énumérer les instruments qui sont de l'avis général considérés comme des dérivés. Des recherches plus approfondies sont nécessaires, en s'inspirant notamment du projet de définition des dérivés financiers préparé par le **U.S. Financial Accounting Standards Board** — qui a été présenté à la réunion.
- Le Groupe a conclu que l'existence de dérivés financiers est théoriquement possible dans de nombreuses **catégories d'actifs financiers**, et a recommandé qu'une sous-catégorie de dérivés soit ajoutée aux composantes de la classification en cas de besoin.
- Le Groupe a discuté de la couverture des instruments susceptibles d'engendrer des flux de revenu de la propriété, en particulier les **échanges de taux d'intérêt et les**

accords de taux futurs (ATF). Aucun consensus n'est apparu concernant la classification des règlements nets en numéraire associés à ces instruments. Certains participants étaient partisans d'inclure ces paiements au compte des transactions courantes (ainsi que le recommandent actuellement les normes internationales); d'autres au compte d'opérations financières; et d'autres n'étaient décidés ni pour l'une ni pour l'autre de ces vues. Ceux des participants qui soutenaient, pour des raisons conceptuelles, la solution «compte des opérations financières» étaient aussi préoccupés par les difficultés de la collecte, de la présentation et de l'interprétation des données, lorsque le règlement des principaux produits dérivés sur taux d'intérêt est enregistré au compte de revenu. Leurs préoccupations concernaient en particulier l'anomalie de la présentation des flux d'intérêts transfrontières et des flux d'intérêts intersectoriels intérieurs, dans laquelle il n'y a aucune position de crédit; les difficultés de rapprocher les données de position et les données d'opération; et la progression fulgurante du volume et de la volatilité concomitante des données de revenu d'investissement enregistrées. Le Groupe a observé qu'un problème sérieux a été identifié dans certains pays et que des recherches supplémentaires sont nécessaires dans ce domaine. Le Groupe a recommandé que la question soit abordée à la réunion du *Groupe d'experts* en novembre 1996. Il a préconisé également d'identifier distinctement ces données, dans la mesure du possible, dans le compte de revenu.

- Le Groupe a passé en revue les dispositifs de marge des marchés nationaux, et conclu que, bien que leur fonctionnement soit complexe et varie grandement d'un pays à l'autre, les normes internationales sont suffisamment flexibles pour couvrir la diversité des pratiques des marchés. La classification des dépôts de marge a toutefois été mise en question par un certain nombre de participants. En particulier, l'inclusion des dépôts de marge dans les dépôts pose problème, en raison des pratiques des marchés et de son incidence potentielle sur les agrégats monétaires. Le Groupe recommande de revoir le traitement des marges après que l'IME aura achevé l'examen des dispositifs de marge en Europe.
- Les participants ont confronté leurs expériences en matière d'estimation des données de position. Il a été constaté qu'en général, la collecte auprès des banques de données fondées sur la valeur vénale ne pose pas de grands problèmes. Cependant plusieurs participants ont fait état de difficultés pour obtenir des données par résidence ou par secteurs intérieurs. L'enquête sur l'activité des marchés coordonnée par la BRI dans 26 pays au printemps 1995 a collecté des renseignements étendus sur la valeur vénale.
- Les participants se sont entretenus de leurs expériences dans le traitement des **accords de rachat et de prêts de titres**. De nombreux participants ont observé que la pratique converge vers le traitement de ces arrangements comme emprunts garantis. Il a été reconnu à ce propos que les pratiques nationales de collecte de données sur ces transactions sont influencées par les pratiques comptables en usage dans le pays considéré.

GROUPE INFORMEL CHARGÉ DE L'ÉVALUATION DES DÉRIVÉS FINANCIERS
22-24 avril 1996

LISTE DES PARTICIPANTS

PRÉSIDENT

M. Kevin O'Connor
FMI, Département des statistiques

France

M. Jean-Baptiste Bourguignon
Banque de France

PARTICIPANTS

Allemagne

Dr. Rudolf Seiler
Deutsche Bundesbank

Japon

M^{me} Kazuko Tanaka
Ministère des finances

Australie

M^{me} Barbara Dunlop
Australian Bureau of Statistics

M. Shinji Isaki
Banque du Japon

M. Robert McColl
Australian Bureau of Statistics

Royaume-Uni

M. C.B. Wright
Banque d'Angleterre

Canada

M. Patrick O'Hagan
Statistique Canada

Organisations internationales

M. Rainer Widera
Banque des règlements internationaux

États-Unis

M. Christopher Bach
Bureau of Economic Analysis

M. Mahinder S. Gill
FMI, Département des statistiques

M. Ralph Kozlow
Bureau of Economic Analysis

M. David Folkerts-Landau
FMI, Département des études

M. Russell Scholl
Bureau of Economic Analysis

M. Jack Bame
FMI, Département des statistiques

M. John Rutter
Bureau of Economic Analysis

M. Robert Hauswald
FMI, Département des études

M. Ashby McCown
Department of the Treasury

M. Robert M. Heath
FMI, Département des statistiques

M. Jeffrey Mahoney
U.S. Financial Accounting Standards
Board

M. Russel Krueger
FMI, Département des statistiques

M. John Motala
FMI, Département des statistiques

M^{me} Carin Pronk
Institut monétaire européen

APPENDICE II. LA VALEUR VÉNALE, LA NÉGOCIABILITÉ ET LE CRITÈRE DE LA COMPENSABILITÉ¹

Introduction

1. Le présent appendice a trait à la reconnaissance de la valeur courante des dérivés financiers et des autres instruments conditionnels. Il vise à élargir et à clarifier les directives internationales actuelles, contenues dans le *Système de comptabilité nationale 1993 (SCN 1993)*, selon lesquelles les instruments dérivés ne doivent être enregistrés comme actifs financiers que lorsque ces instruments «ont une valeur vénale et sont négociables» (*SCN 1993*, chapitre 11, paragraphe 34).
2. Les statisticiens nationaux ont donné de cette directive toute une gamme d'interprétations. À un extrême, elle a été interprétée comme restreignant l'enregistrement des dérivés, dans les comptes de patrimoine, aux produits obtenus sur les marchés organisés. À l'autre extrême, les statisticiens ont cherché à inclure quasiment tout arrangement contracté entre parties consentantes qui puisse être lié à quelque position sous-jacente d'actif ou de passif.
3. Un premier élargissement de cette directive a été présenté par Eurostat dans la version révisée du *Système européen de comptes nationaux et régionaux (SEC 95)*. Le *SEC 95* ajoute un critère de substitution à la «négociabilité», qui consiste à déterminer si l'instrument est «compensable sur le marché» (*SEC 95*, chapitre 5). La raison en est que les statisticiens ont reconnu la nécessité pour la collecte des données de couvrir aussi bien les marchés hors-cote que les marchés organisés, si l'on veut que les statistiques finales aient un sens sur le plan analytique.
4. Dans la Section 2, le sens du terme «compensabilité» est examiné dans le contexte de la pratique du marché afin de clarifier le principe que le *SEC 95* cherche à appliquer. La Section 3 envisage la manière dont les participants au marché et les autorités prudentielles utilisent la compensabilité en tant que facteur matériel dans l'évaluation des risques de marché courus par un portefeuille de négociation. La Section 4 traite ensuite des limites pratiques de la compensabilité et en applique le principe à quelques exemples illustratifs comme test de l'existence d'une valeur vénale. Enfin, la Section 5 aboutit à la conclusion que la compensabilité fournit bien un test valide de la valeur vénale et voit donc dans l'expansion apportée par le *SEC 95* une clarification utile et bien venue de la directive du *SCN 1993*.

¹Cet appendice a été rédigé par M. Christopher Wright, de la Banque d'Angleterre.

Section 2. Ou'entend le SEC 95 par «compensable sur le marché» ?

5. Les titres au porteur classiques donnent en général à leur détenteur la possibilité d'annuler ou de liquider sa position en vendant l'instrument sur un marché secondaire. Dans la plupart des autres formes d'actifs financiers, le détenteur est en général partie à une relation contractuelle avec l'émetteur, laquelle régit les modalités et conditions aux termes desquelles l'instrument peut être liquidé. Les bons, les obligations et les actions ordinaires sont des exemples du premier type d'actifs, tandis que les dépôts, les prêts et les parts dans les fonds communs de placement appartiennent généralement au second.

6. Les dérivés financiers ne correspondent vraiment ni à l'un ni à l'autre de ces schémas. Ce ne sont pas strictement des instruments au porteur, de sorte qu'en général les parties à un contrat ne sont pas libres de transférer leur participation à une tierce partie, que ce soit sur un marché organisé ou par négociation privée. De même, les contrats de dérivés ne comportent en général aucune obligation pour l'émetteur de liquider le contrat autrement qu'à l'échéance. De telles restrictions ne posent guère de problème lorsque l'instrument dérivé a été acquis pour couvrir le risque de marché associé à un actif sous-jacent détenu à titre d'investissement. Cependant, les émetteurs d'instruments dérivés les émettent en général à la demande, de sorte que gérer le risque suppose de pouvoir annuler ou liquider les positions ouvertes en dérivés à mesure des besoins de l'ajustement continu du portefeuille. Cette possibilité est offerte par le recours à des contrats compensatoires symétriquement inversés.

7. Sur la plupart des marchés organisés, le processus de la compensation ressemble au fonctionnement d'un marché secondaire. Par exemple, si un client A achète une position longue par l'entremise du courtier B, qui est un membre compensateur, le courtier se trouve alors en position de contrepartie symétrique entre A et un autre client de l'échange, C. Lorsque par la suite A désire «vendre» le contrat, il achète en réalité une position compensatoire courte auprès de B, qui se trouvera de nouveau en position de contrepartie symétrique, mais peut-être cette fois avec un autre client, D. Les deux positions symétriques du courtier sont transmises à la chambre de compensation qui est désormais, aux fins de règlement, la contrepartie des contrats. La chambre de compensation reconnaît que les positions longue et courte qu'elle détient avec le courtier sont symétriques, et dénoue, ou «clôt» ces positions. La position de A avec le courtier sera close de même. Les deux clients du marché, C et D, continueront toutefois de détenir des positions ouvertes, la chambre de compensation occupant entre eux une position de contrepartie symétrique. A aura ainsi transféré sa position longue initiale à D, mais le mécanisme par lequel le transfert s'est accompli comporte plusieurs étapes distinctes, au lieu d'un transfert direct du contrat.

8. Ces principes de base du transfert de positions ouvertes s'appliquent également au marché hors-cote. Comme précédemment, si A désire annuler une position ouverte, le mécanisme normal consiste à ouvrir une position compensatoire. Si cela s'effectuait avec la contrepartie initiale, les deux contrats seraient alors clos et un paiement unique serait transmis à l'une des parties par l'autre en règlement du gain ou de la perte de détention accumulé sur le contrat original à la clôture. Cependant, le contrat compensatoire est habituellement passé avec une autre contrepartie et dans ces conditions, les deux contrats continueront d'apparaître

sur les bilans, car l'absence de chambre de compensation signifie qu'il n'existe aucun mécanisme qui permette leur annulation. L'effet net sur les flux de règlements n'en sera pas moins le même dans les deux cas, la seule différence matérielle étant que, dans le dernier exemple, A continue d'être exposé au risque de crédit ou de défaut vis-à-vis de ses deux contreparties. En pratique, même cette différence pourrait être atténuée si les contrats hors-cote sont eux-mêmes soumis à une forme quelconque de dépôt de garantie ou de marge.

9. Les exemples ci-dessus illustrent divers cas d'utilisation de la compensation sur le marché. Sous ses formes les plus pures, il est admis que la compensation réalise le dénouement ou la clôture d'un contrat d'une manière étroitement similaire au remboursement ou à la revente d'un instrument primaire. Dans certains autres cas, il n'y a pas clôture et l'agent maintient au contraire le contrat original et le contrat de compensation inscrits à son bilan. Cela peut également s'appliquer aux contrats échangés sur les marchés organisés, où le courtier fait par exemple office de contrepartie symétrique entre le client et le marché, ou sur le marché hors-cote, où les clients ou les courtiers cherchent à couvrir une position ouverte.

10. La compensation du risque de marché peut s'accomplir d'autres manières encore. Par exemple, il est possible de compenser une position longue à terme par l'achat d'une option de vente. Dans cette situation, le prix de l'option représente ce qu'il en coûte à l'acheteur de se garantir contre le risque d'enregistrer une perte sur le contrat à terme, tout en conservant la possibilité d'en retirer un gain de détention. Si le prix du contrat à terme évolue par la suite en faveur de son détenteur (c'est-à-dire, si la valeur vénale du contrat à terme augmente), il pourra choisir de liquider sa position en émettant une option garantie par le profit attendu de la détention du contrat à terme jusqu'à l'échéance. Si la prime reçue est plus forte que la prime payée, le détenteur du contrat à terme aura en fait clos sa position à terme avec profit, même si le contrat à terme, et les deux options, peuvent avoir encore plusieurs mois à courir.

11. Les stratégies de compensation peuvent donc prendre des formes diverses et fournir une protection totale ou partielle contre le risque de marché. Elles peuvent reposer sur l'usage de contrats symétriquement inversés se compensant exactement, ou bien être construites à partir d'une variété de produits, et peuvent également recourir à un assemblage d'instruments normalisés et de gré à gré.

12. Le *SEC* ne fixe aucune limitation à l'usage de la compensabilité dans la délimitation de l'ensemble des actifs. Les système considère les actifs conditionnels comme des actifs financiers «à partir du moment où le contrat lui-même a une valeur marchande parce qu'il peut être négocié ou faire l'objet d'une compensation sur le marché.» (*SEC 95*, chapitre 5, paragraphe 5.05). La valeur vénale est l'élément déterminant de la limite de l'ensemble des actifs, mais négociabilité ou compensabilité constituent l'une comme l'autre une preuve suffisante de l'existence de la valeur.

13. Que la négociabilité et la compensabilité soient ici jumelées n'a rien d'accidentel. Les exemples cités dans cette section montrent comment les dispositifs de compensation des contrats peuvent aboutir à des systèmes fonctionnellement équivalents à un marché secondaire, et à des marchés qui ne se distinguent en rien des marchés de la plupart des

instruments négociables. Cette correspondance peut devenir quasi totale lorsqu'une chambre de compensation est placée entre les parties et effectue la clôture des contrats symétriques, mais les mêmes principes s'appliquent à tous les marchés de gré à gré, par définition moins structurés.

14. Les opérateurs de gré à gré développent en outre des systèmes qui vont rendre ces marchés encore plus proches des marchés organisés. Le recours croissant au dépôt de garantie, afin de réduire ou d'éliminer le risque de crédit, reproduit les dispositifs d'appels de marge quotidiens, qui servent aux mêmes fins sur les marchés organisés. Cette évolution prépare la voie à des arrangements expérimentaux de compensation multilatérale par des chambres de compensation de gré à gré. Si ces dispositifs donnent de bons résultats, et en particulier s'ils permettent la liquidation des contrats symétriques, l'usage de la compensation pour clore les positions ouvertes sur les marchés de gré à gré deviendra alors de plus en plus semblable, en apparence comme en fait, au fonctionnement d'un marché secondaire.

Section 3 : Compensabilité, déduction et valeur vénale — L'optique de la gestion du risque

15. La valeur d'un contrat dérivé évaluée au cours du marché indique la valeur liquidative ou le coût de remplacement attendus en cas de clôture du contrat. Pour les établissements qui pratiquent activement le négoce de positions en dérivés, la réévaluation régulière du portefeuille au cours du marché apporte une information de gestion précieuse sur les gains et pertes de détention et indique également le montant du risque couru en cas de défaut de la contrepartie.

16. Le suivi du risque de crédit (de défaut) est une fonction essentielle de tout système informatique de gestion. Mais dans le cas des banques agréées, il fait également l'objet d'un audit externe et de la surveillance des autorités prudentielles. Depuis quelques années, ces contrôles externes sont largement harmonisés au plan international par les accords de Bâle, et en Europe, par la Directive relative au ratio de solvabilité des établissements de crédit (DRS) et la Directive relative au ratio de fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (DRFP).

17. Les deux directives susmentionnées fixent les ratios de fonds propres (de réserve) obligatoires pour une série de types d'actifs et de secteurs émetteurs, tels qu'ils apparaissent au bilan dans le carnet de banque et le portefeuille de négociation, respectivement. Pour les dérivés, ces coefficients sont assis sur la valeur brute de tous les contrats dont la valeur au cours du marché est positive. Pour que ce principe puisse devenir opérationnel, il doit exister des critères communs à la fois pour évaluer les contrats et pour déterminer quels contrats symétriques peuvent être considérés «clos» et donc déduits de l'évaluation brute.

18. La déduction bilatérale de contrats exactement symétriques a longtemps été considérée comme traduisant le fait qu'une position a été close. Mais plus récemment, les organismes de réglementation ont émis des normes plus larges pour la déduction bilatérale des positions dérivées au titre de ce qu'on appelle les droits de compensation légaux. Dans le cadre de ces dispositions, les établissements participants ont le droit de déduire leurs positions bilatérales

dans une gamme déterminée mais assez vaste d'instruments dérivés, réduisant ainsi le niveau de leurs fonds propres obligatoires en application des deux directives précitées.

19. La déduction bilatérale a la capacité d'abaisser substantiellement le montant total de la valeur, corrigée des risques, de l'actif d'une banque qui détermine les fonds propres dont elle dispose pour faire face au risque de crédit, mais déduction, sauf de contrats symétriques, ne signifie pas nécessairement liquidation, puisque des positions bilatérales peuvent demeurer exposées au risque de marché. Pour parler simplement, bien que la position bilatérale de deux parties mutuelles puisse présenter des actifs et passifs exactement équilibrés à une date donnée, et donc un risque courant de crédit nul, des variations de prix sur le marché pourront ultérieurement déséquilibrer cette position, rendant les deux parties vulnérables à des effets de réévaluation et donc ultérieurement à un risque de crédit.

20. Dans ce contexte, la déduction ne doit pas être confondue avec la compensation, telle qu'elle est décrite à la Section 2. La première ne concerne que la gestion du risque de crédit tandis que la seconde sert à limiter ou à éliminer le risque de marché. Ce n'est que lorsque le risque de crédit et le risque de marché sont tous deux éliminés que la clôture des contrats peut s'effectuer.

21. Néanmoins, l'utilisation et l'acceptation grandissantes des accords bilatéraux — et dans une moindre mesure, multilatéraux — de déduction confirment l'opinion que les contrats couverts par ces accords ont bien une valeur vénale. En dehors des contrats de compensation symétrique, l'application du principe de la déduction bilatérale suppose que les autorités de surveillance et les participants au marché sont assurés que les instruments possèdent une valeur courante, et que celle-ci peut être exactement mesurée

22. L'évolution de la réflexion sur l'évaluation peut être retracée par celle de la législation prudentielle récente. La Directive relative au ratio de solvabilité des établissements de crédit, qui est entrée en vigueur en 1991, établissait un double critère d'estimation du risque de crédit. À cette époque, l'estimation du risque de crédit, dit «risque originel» était calculée en proportion de la valeur hypothétique du contrat. La DRS prévoyait aussi toutefois un autre calcul, distinct, fondé sur l'évaluation au cours du marché ou sur le coût de remplacement. En 1996, un amendement de la DRS a donné la prééminence à l'estimation sur la base du coût de remplacement. La méthode du risque originel peut toujours être utilisée pour les positions du carnet de banque, mais seulement, du moins au Royaume-Uni, avec l'autorisation expresse de l'autorité de surveillance compétente. La méthode du coût de remplacement est en principe aujourd'hui celle qui est normalement adoptée, et, dans le cas de certains instruments et pour tous les articles du portefeuille de négociation, celle dont l'usage est obligatoire.

23. Les autorités de surveillance ont donc acquis le rôle nouveau de suivre et d'arbitrer les pratiques d'évaluation de leurs institutions. Lorsque la méthode d'évaluation d'un instrument est complexe, comme c'est le cas de nombreux produits similaires aux options, la méthode doit être approuvée par l'autorité compétente. Ce processus a favorisé une meilleure harmonisation de toute l'industrie, et, point important, réduit la possibilité pour deux parties à

un contrat de lui attribuer une valeur matériellement différente. Lorsque ce résultat est atteint, on peut affirmer que le contrat possède une valeur vénale reconnue bilatéralement.

Section 4 : Évaluation du principe de compensabilité

24. La description des opérations de compensation de la section 2 nous donne un point de départ pour évaluer l'utilité du principe établi par le *SEC 95*. Comme nous l'avons déjà vu, la compensation peut être fonctionnellement équivalente à l'opération d'un marché secondaire, de sorte que la rigueur de cette équivalence servira normalement de base à l'attribution d'une valeur vénale.

25. Le Tableau A compare les caractéristiques-clé d'un certain nombre de types possibles de transactions. Les transactions ont été groupées en fonction de leur similarité avec les opérations de marché secondaire, en fonction de leur incidence sur les risques de crédit et de marché, et selon qu'elles entraînent ou non la clôture du contrat. Il en ressort principalement qu'il n'existe pas de limite distincte entre la négociabilité et la compensabilité : les opérations de compensation se composent d'un éventail de caractéristiques qui se chevauchent, leur seul trait commun étant le transfert à une tierce partie du risque de marché associé au contrat.

TABLEAU A
ÉVENTAIL DES VARIATIONS DE LA NÉGOCIABILITÉ

	Type d'opération	Risque de crédit	Risque de marché	Clôture	Base de l'évaluation
1	Contrat vendu directement sur le marché secondaire	Transféré à une tierce partie	Transféré à une tierce partie	Oui	Cours du marché
2	Contrats symétriques achetés sur un marché organisé chez un courtier unique	Transféré à une tierce partie	Transféré à une tierce partie	Oui	Cours du marché pour les options; dérivée du prix du sous-jacent sur le marché pour les autres instruments
3	Contrats symétriques achetés sur un marché organisé chez deux courtiers	Protégé par un appel de marge	Transféré à une tierce partie	Non	Cours du marché pour les options; dérivée du prix du sous-jacent sur le marché pour les autres instruments
4	Contrats symétriques achetés de gré à gré et soumis à dépôt de garantie	Protégé par un dépôt de garantie	Transféré à une tierce partie	Non	Dérivée du prix du sous-jacent sur le marché
5	Contrats symétriques achetés de gré à gré mais non soumis à dépôt de garantie	Risque originel conservé	Transféré à une tierce partie	Non	Dérivée du prix du sous-jacent sur le marché
6	Achat d'un contrat pour lequel aucune compensation n'est aisément possible	Risque originel conservé	Conservé	Non	Indéfinie lorsque le prix du sous-jacent sur le marché est lui-même incertain

26. Le tableau confirme que la distinction entre marchés organisés et de gré à gré ne constitue pas un guide sûr pour déterminer si les instruments dérivés sont ou non des actifs financiers. Les opérations sur les marchés organisés ne réalisent pas systématiquement la clôture des contrats symétriques (exemple 3) et, dans ces conditions, les dispositifs de couverture du risque de crédit peuvent paraître équivalents dans leurs effets aux clauses qui apparaissent à présent sur les marchés de gré à gré (exemples 3 et 4). En outre, l'évaluation de la valeur vénale ne s'effectue pas toujours de manière directe. Si certains contrats sont cotés

d'une manière exactement analogue à celle d'un marché secondaire, la valeur courante des contrats à terme découle entre autres du prix à terme du sous-jacent sur le marché.

27. Dans ces conditions, l'usage de la compensation sur le marché de gré à gré ne paraît pas différent, dans la forme ou sur le fond, de ce qui se pratique sur les marchés organisés. Le prix des contrats est fixé, et les positions du bilan évaluées, à l'aide de méthodes qui les calculent d'après le prix coté d'un instrument sous-jacent, entre autres facteurs. Dans le cas de nouveaux contrats cela peut s'effectuer par des cotations concurrentielles tandis que pour les contrats existants, les principes d'évaluation sont soumis à un contrôle externe par les autorités de surveillance. Dans l'un ou l'autre cas, les pressions exercées par le marché et par la réglementation convergent vers l'apparition d'un prix unique. Ce processus est grandement aidé par les évolutions du marché qui visent à réduire ou éliminer les caractéristiques des contrats de gré à gré dont l'estimation est malaisée. Le recours au dépôt de garantie pour éliminer le risque de crédit en est un exemple évident. L'adoption d'accords-type reconnus internationalement, en fournissant un cadre juridique normalisé, simplifie également l'évaluation.

28. Les limites de la compensabilité comme guide d'établissement de la valeur vénale paraissent donc être régies par des considérations pratiques plutôt que théoriques. Si un contrat ne peut être compensé sur le marché, que ce soit faute de parties consentantes ou parce que la forme et le but du contrat sont impropres, on ne voit pas de raisons sérieuses de lui attribuer une valeur vénale. Un tel cas peut se produire lorsque le marché de l'instrument sous-jacent, dont le contrat de dérivé constitue une couverture, est lui-même illiquide. Ceci rend la valeur comptable du dérivé au mieux incertaine, mais peut également signifier que des seuils déterminants, par exemple le prix d'exercice dans le cas d'une option, sont en fait non observables.

29. Pour la vaste majorité des contrats de dérivés de gré à gré, ces considérations ne s'appliquent pas. Par exemple, dans le cas d'un échange de taux d'intérêt, les conditions attachées aux sommes à payer et à recevoir sont fixées de manière à en équilibrer le coût et les avantages anticipés pour les parties, à l'aide des renseignements disponibles sur les taux futurs anticipés par le marché. Dans le négoce entre spécialistes en valeurs du Trésor, ceci signifie normalement que la valeur du contrat d'échange est considérée comme nulle par les deux parties au contrat. À mesure que les anticipations du marché concernant l'évolution future des taux d'intérêt se modifient, la valeur future actualisée du flux de numéraire dont on anticipe le paiement au titre du contrat change, et l'échange est considéré comme un actif par une des parties et comme un passif par l'autre. Si à ce point l'une des parties décide de compenser son risque de marché, elle va contracter un nouvel échange à de nouvelles conditions traduisant la modification des anticipations du marché. Le nouveau contrat aura lui aussi une valeur vénale initiale nulle. Les deux contrats ainsi détenus ne seront pas identiques, le premier contrat restant inscrit au passif du bilan. Le second contrat d'échange gèle en fait la perte subie sur le premier contrat, mesurée par son évaluation au cours du marché. Le risque de marché sur le reste de la durée de ce contrat ayant été compensé, l'éventualité d'un gain ou d'une perte à venir est toutefois exclue.

30. Le cas des dérivés de crédit peut fournir un contre-exemple . Ce sont des contrats qui prennent effet en raison de l'occurrence d'un événement sur le marché, en général la défaillance d'une contrepartie, plutôt que de l'évolution des prix du marché. Le scénario-type consiste par exemple pour un prêteur à acheter une option afin de garantir le rendement de son prêt. Si le prêteur désire ultérieurement annuler l'option de défaut, le problème se pose de déterminer si le contrat possède une valeur marchande et est négociable ou compensable sur le marché. Il s'agit là d'une question complexe, mais qui est déterminée essentiellement par les limitations pratiques de la compensation pour la couverture du risque d'événement. Le contrat paraît plus proche d'une forme d'assurance (voir *SCN 1993*, chapitre 6.135), où le risque d'événement est géré principalement par la mise en commun du risque.

Section 5 : Résumé et conclusions

31. Les dérivés financiers sont des contrats bilatéraux destinés au transfert du risque entre parties. Bien que ce ne soient pas d'ordinaire des instruments au porteur, ils se négocient en fait sur des marchés liquides car les parties sont libres d'ouvrir des contrats compensatoires qui neutralisent exactement leur exposition au risque de marché. Sur les marchés organisés, les contrats sont normalisés, et la présence d'une chambre centrale de compensation permet la clôture des contrats symétriques compensatoires. Dans le négoce de gré à gré, il est moins courant de clore les contrats car la compensation est d'ordinaire effectuée à l'aide d'une autre contrepartie, de sorte qu'il subsiste souvent une exposition au risque de crédit (de défaut).

32. La présente note a décrit la pratique de la compensation sur le marché dans ses diverses formes. Elle a montré que, dans certaines conditions, l'achat d'un contrat compensatoire peut être fonctionnellement équivalent aux opérations d'un marché secondaire. En outre, l'étude a démontré qu'il n'existe pas de distinction tranchée entre les opérations qui satisfont à cette équivalence et les autres formes de compensation dans lesquelles les parties demeurent exposées au risque de crédit.

33. Nous avons posé l'hypothèse d'un lien direct entre négociabilité et valeur vénale, et soutenu par extension que la compensation sur le marché suppose également la possibilité de déterminer la valeur courante. La fixation des prix au moyen de l'évaluation au cours du marché ou du coût de remplacement, dans le suivi et la gestion du risque de crédit, est citée comme preuve de ce qu'une vaste gamme de contrats, tant sur les marchés organisés que de gré à gré, possèdent une valeur et doivent être considérés comme des actifs financiers.

34. La possibilité de compenser le risque sur le marché constitue donc un critère déterminant de l'attribution d'une valeur vénale aux produits de cession de risque. La compensation peut être impossible faute d'une contrepartie consentante, cette situation pouvant elle-même résulter de l'illiquidité du marché pour l'instrument sous-jacent, d'où l'absence de tout moyen fiable de déterminer la valeur. Elle peut aussi résulter de rigidités juridiques ou institutionnelles qui excluent la possibilité de ces opérations. Les instruments conditionnels bilatéraux tels que les garanties, ainsi que de nombreux produits d'assurance, entrent probablement dans ce dernier cas. Dans de tels cas, le risque garanti ou assuré est lié à un événement de contrepartie nominatif (l'assurance-vie par exemple), de telle sorte que

l'acheteur peut n'être pas libre de revendre ou de compenser ses droits au titre du contrat autrement qu'en l'annulant par l'entremise de l'émetteur.

35. Il faudra bien entendu continuer à suivre de près les cas-limite. La croissance actuelle rapide du marché des dérivés de risque de crédit constitue un exemple important. Ces produits doivent être examinés cas par cas, mais, lorsqu'ils sont structurés pour couvrir un risque de contrepartie spécifique — par exemple A faisant défaut sur le remboursement d'un prêt à B — il est peu probable que la partie B puisse revendre ou compenser auprès d'une tierce partie ses droits contractuels.

36. Pour conclure, le développement par le *SEC 95* des directives du *SCN 1993* concernant la limite des actifs financiers relativement aux dérivés financiers est confirmé par l'analyse de la présente étude. Il est par conséquent recommandé que la «compensabilité sur le marché» soit ajoutée, à titre de critère de substitution, à la négociabilité dans le texte pertinent du *SCN 1993*.

APPENDICE III. CONTRATS D'INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME DE GRÉ À GRÉ

1. Le présent appendice passe en revue les instruments à terme de gré à gré ou hors-cote, c'est-à-dire ceux qui ne sont pas échangés sur des marchés organisés. Les contrats à terme échangés sur les marchés organisés sont dits contrats à terme normalisés ou négociables.

2. Le *SCN 1993* traite différemment les contrats à terme normalisés et hors-cote. Les hors-cote ne sont pas considérés comme des actifs financiers parce qu'ils ne sont pas échangés sur des marchés organisés, ne sont pas évalués au cours du marché et ne concernent que des transactions futures. Ils sont donc exclus du compte financier et du compte de patrimoine dans le *SCN 1993*. En revanche, les contrats à terme normalisés sont des actifs financiers parce qu'ils sont échangés sur des marchés organisés et sont évalués au cours du marché.

3. Les arguments qui justifient que les contrats hors-cote, comme les contrats négociables, soient considérés comme des actifs financiers sont les suivants :

- Conceptuellement, hors-cote et négociables sont très proches. Les uns comme les autres 1) sont des contrats exécutoires inconditionnels donnant naissance à des droits et obligations économiques réels entre unités institutionnelles, 2) possèdent une valeur économique mesurable, 3) sont évalués par des méthodes similaires, 4) donnent lieu à des paiements entre unités institutionnelles lors du règlement, et 5) servent à des fins similaires.
- En pratique, la distinction entre contrats à terme négociables sur les marchés organisés et contrats à terme hors-cote est ténue et parfois arbitraire car de nombreux contrats à terme sont négociables sur des marchés très proches d'un marché organisé. D'ailleurs, la pratique commerciale aboutit souvent à coupler des opérations sur négociables et sur hors-cote; les entreprises financières couvrent fréquemment leurs positions en contrats à terme négociables avec des contrats hors-cote, et vice versa. Reconnaître un contrat à terme négociable comme actif financier sans reconnaître le contrat à terme hors-cote correspondant fausse les comptes de patrimoine sectoriels, et peut rendre les estimations de flux excessivement volatiles.
- Les évaluations des deux instruments sont semblables mais pas identiques : en principe la valeur est égale dans tous les cas à l'écart entre le prix contractuel convenu (prix d'exercice) et le prix de marché — en vigueur ou anticipé — au jour du règlement, multiplié par le montant du principal, convenablement actualisé. Toutefois, en pratique, un contrat à terme négociable est en général réévalué et réglé au jour le jour, de sorte que c'est la réévaluation précédente qui importe, davantage que le prix d'exercice.
- Institutionnellement, les organismes internationaux de normalisation comptable et les autorités de surveillance bancaire traitent de plus en plus les contrats à terme d'une

manière qui équivaut à les assimiler à des actifs financiers. En fonction de l'environnement réglementaire national, la valeur économique des contrats à terme devra de plus en plus apparaître dans les états comptables commerciaux. Par ailleurs, les normes internationales de fonds propres bancaires, telles que définies par le Comité de Bâle sur la surveillance bancaire intègrent déjà implicitement la valeur économique des contrats à terme.

- Économiquement, les contrats à terme sont des instruments financiers dotés de valeurs économiques substantielles qui donnent lieu à des opérations économiques d'un volume considérable.

4. La désignation traditionnelle dans certaines législations des contrats à terme et d'autres instruments comme «hors-bilan» ne signifie pas qu'ils soient dépourvus de valeur. Un contrat à terme «hors-bilan» se compose de deux éléments, l'un livrant du numéraire ou un autre instrument financier, l'autre recevant du numéraire ou un autre instrument financier. La valeur brute de chaque élément peut être considérable; par exemple, une banque britannique peut détenir un contrat à terme pour la livraison de 10 millions de dollars et la réception d'un montant équivalent en deutsche mark. Cependant, si 1) les recettes et paiements bruts sont égaux à la création du contrat, et que 2) la pratique nationale ne reconnaît pas les changements de valeur de chaque élément antérieurement au règlement (dans le cas présent, à mesure des variations du taux de change), alors la valeur nette est considérée comme nulle et le contrat à terme n'a pas à être inscrit au bilan de la banque.

5. Cependant, bien que les contrats à terme puissent être considérés comme hors-bilan, il se produit ordinairement des changements dans la valeur de chaque élément antérieurement au règlement, auxquels on peut attribuer une valeur économique et qui ont des répercussions sur la valeur économique nette du contrat à terme. Les organismes comptables et réglementaires exigent de plus en plus que les entités reconnaissent dans leurs bilans les valeurs économiques nettes des contrats à terme.

APPENDICE IV. DÉFINITIONS DES DÉRIVÉS FINANCIERS

Le présent appendice rappelle les définitions des dérivés financiers élaborées par la Banque des règlements internationaux et le Groupe consultatif sur les questions économiques et monétaires internationales.

Banque des règlements internationaux

La BRI a fourni une définition dans le cadre de ses travaux sur la création d'un système de communication de données sur les dérivés¹.

«Un dérivé financier est un contrat dont la valeur dépend des prix des actifs sous-jacents, mais qui n'exige aucun investissement en principal dans lesdits actifs. Le contrat engageant les deux parties à échanger des paiements sur la base des prix ou rendements sous-jacents, tout transfert de propriété de l'actif ou des flux de paiements sous-jacents devient superflu.»

Une note de bas de page à la définition ci-dessus décrit les grands types de dérivés.

«Il existe deux grandes classes de dérivés : les contrats du type à terme et les contrats du type à option. Les contrats à terme impliquent un transfert bilatéral de risque, et par convention de marché, leur valeur vénale initiale est nulle — ceci permet aux parties d'assumer des risques sans paiement comptant initial. Les options constituent un transfert unilatéral de risque pour lequel l'émetteur de l'option reçoit un paiement comptant initial (la prime) égal au rapport attendu de l'option lors de la création du contrat. Cette prime peut être une faible fraction du rapport potentiel de l'option, ce qui procure à l'acheteur un effet de levier considérable.»

Groupe consultatif sur les questions économiques et monétaires internationales

Le Groupe consultatif sur les questions économiques et monétaires internationales, groupe d'experts-conseils privé, a fourni une définition dans une étude qu'il a préparée sur les pratiques des marchés boursiers et leur réglementation.

«En termes généraux, une opération sur dérivés est un contrat dont la valeur dépend (ou «découle») de la valeur d'un actif, d'un taux de référence ou d'un indice sous-jacents. La présente étude s'intéresse à l'ensemble des dérivés «hors-cote» — ces contrats négociés de gré à gré fournis directement par les opérateurs à leurs clients, par opposition aux contrats normalisés (tels que les contrats à terme négociables) qui sont vendus sur les marchés organisés. Les principaux dérivés hors-cote comprennent les contrats d'échange financier, les contrats à terme d'instruments financiers et les options, et reposent sur des taux d'intérêts, des monnaies, des actions, et des marchandises.»

¹ Voir BRI. Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets. (Bâle: février 1995).

La définition déclare encore que «le terme «dérivé» est également utilisé par certains observateurs pour désigner une grande variété d'instruments de dette dont les caractéristiques de rapport sont celles d'un dérivé intégré, ou qui sont semblables aux options, ou sont créés par le «démembrement» de composantes particulières d'autres instruments, tels que les paiements de principal ou d'intérêts.»

INDEX ET GLOSSAIRE

Les numéros renvoient aux numéros des paragraphes du texte principal.

Échange financier (arrêté du 11 janvier 1990) (*asset swap*) — § 59 : échange de flux de paiements liés à des actifs.

Options à barrière (*barrier option*) — § 61 : option qui n'est exercée que lorsque l'article sous-jacent atteint un prix prédéterminé.

Modèle de Black et Scholes — § 43 : formule mathématique utilisée pour estimer les options.

Option d'achat (*call*) — § 22 et Encadré 1 : option qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter l'article sous-jacent.

Taux plafond (*cap*) — § 22, 64 : option qui fixe un plafond au taux payé sur l'élément sous-jacent. Il s'agit en général d'options sur taux d'intérêt. L'achat d'une option de taux plafond protège l'acheteur contre les hausses de taux d'intérêt. Si, à la date de règlement, le prix ou taux en vigueur sur le marché dépasse le prix d'exercice, l'émetteur paye à l'acheteur la différence entre le prix du marché et le prix contractuel, multipliée par le principal fictif.

Option sur taux plafond (*caption*) — § 22, 64 : option d'achat d'un accord de taux plafond.

«Collet» (*collar*) — § 22, 64 : contrat conjuguant l'achat d'une option de taux plafond et la vente d'une option de taux plancher, confinant ainsi le prix de l'actif sous-jacent. En général les collets sont émis sur taux d'intérêt; on les appelle parfois «tunnel» ou «couloir».

Garantie (*collateral*) — § 35-36, 76, 82-83, 86-87 : actif, habituellement un actif financier, fourni par l'une des parties d'un contrat à l'autre pour réduire le risque de crédit de cette dernière.

Contrat à terme sur marchandises (*commodity future*) — § 17-18, exemples 3-4 : contrat négociable sur un marché organisé, par lequel les parties s'engagent à acheter ou à vendre une quantité spécifiée de marchandises à un prix convenu (prix d'exercice) à une date convenue.

Option sur marchandises (*commodity option*) — § 22: contrat d'option qui confère à l'acheteur le droit mais non l'obligation d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) une quantité spécifiée de marchandises à un prix convenu (prix d'exercice) avant ou au plus tard à une date convenue.

Contrat d'échange de marchandises (*commodity swap*) — § 20: échange de deux flux de paiements. L'un des flux de paiements représente le prix courant au comptant, l'autre le prix contractuel (prix d'exercice), d'une quantité et d'une qualité spécifiées d'une marchandise spécifiée. Le règlement s'effectue en général par le paiement d'une somme nette.

Instruments conditionnels (*contingent instruments*) — § 24 accords financiers qui ne créent pas d'obligations inconditionnelles d'effectuer des paiements ou de livrer des valeurs. La principale caractéristique des instruments conditionnels est qu'une ou plusieurs conditions doivent être remplies pour qu'une opération financière puisse avoir lieu. Les dispositions elles-mêmes peuvent n'avoir aucune valeur économique transférable.

Échange de risque de crédit (*credit default swap*) — § 74 : dérivé de crédit dans lequel les parties échangent continuellement la prime de risque intégrée au taux d'intérêt d'une obligation ou d'un prêt contre un paiement comptant en cas de défaillance du débiteur.

Dérivé de crédit (*credit derivative*) — § 72-76: dérivé financier dont la fin première est d'échanger le risque de crédit.

Bon à option d'emprunt (*credit-linked note*) — § 75: instrument dérivé intégré combinant une obligation ordinaire et un dérivé de crédit.

Risque de crédit (ou de contrepartie) (*credit (or counterparty) risk*) — § 15, 35, 47, 72, 83 : risque que l'entité sur laquelle on détient une créance fasse défaut.

Échange de taux d'intérêt et de monnaies (*cross-currency interest rate (currency) swap*) — § 9, 21, 58, 66-67 : échange de montants spécifiés de deux monnaies de valeur actuelle nette égale, les remboursements ultérieurs, tant des flux d'intérêt que de remboursement, s'effectuant selon des règles prédéterminées.

Investissement direct (*direct investment*) — § 88-90 : catégorie d'investissement international dans lequel une entité résidente d'une économie obtient une participation durable dans une entreprise résidente d'une autre économie. Il y a investissement direct lorsque un résident d'une économie possède 10 % ou davantage des actions ordinaires ou du nombre des voix attribuées d'une entreprise constituée en société, ou l'équivalent dans le cas d'une entreprise non constituée en société. Cette participation une fois établie, toutes les opérations ultérieures entre entreprises affiliées, constituées ou non en sociétés, sont des opérations d'investissement direct. La seule exception concerne les opérations entre intermédiaires financiers, qui sont limitées à la dette permanente (capitaux prêtés correspondant à une participation à long terme) et aux investissements en capital (capital en actions). Les autres opérations sur titres des intermédiaires financiers sont classées comme investissements de portefeuille.

Avantages économiques (*economic benefits*) — § 25: avantages qui découlent, en général sous forme d'une augmentation de prospérité, d'opérations entre parties indépendantes et consentantes, et de la détention d'actifs, tant réels que financiers.

Valeur économique (*economic value*) — § 48, 52 : valeur que les entités attribuent à une ressource, représentée par le prix auquel des acheteurs et vendeurs indépendants acceptent d'échanger cette ressource. Le *SCN 1993* et le *MBP5* considèrent le prix de marché comme la meilleure mesure de la valeur économique.

Option sur actions (*equity option*) — § 22 : option qui confère à l'acheteur le droit, mais non l'obligation d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) une certaine action, un panier d'actions, ou un indice sur actions, à un prix contractuel convenu (le prix d'exercice) avant ou au plus tard à une date spécifiée.

Échange d'actions (*equity swap*) — § 20 : opération par laquelle une partie échange le taux de rendement associé à un investissement en actions contre le taux de rendement d'un autre investissement en actions (par exemple l'échange des taux de rendement de différents indices sur actions), ou contre le taux de rendement d'un investissement non participatif, tel qu'un taux d'intérêt. Le règlement s'effectue en général par paiement d'une somme nette.

Exercice d'un dérivé financier (*exercising a financial derivative*) — § 16, 22, 23, 44, 49-53, 56, 62, exemples 3, 5, 6, 10 : transaction effectuée à titre de règlement final d'un dérivé financier, telle que l'achat ou la vente de l'actif sous-jacent, ou la réception ou le paiement d'une somme sur la base d'un prix contractuel (prix d'exercice) ou de la différence entre deux prix de référence.

Date d'expiration (*expiration date*) — § 50 : date limite d'exercice d'une option.

Actifs financiers (*financial assets*) — § 3, 4, 7, 8, 9, 12, 24-26, 30-31, 39, 40-41, 47-48, 51, 62, 64, 88-89, 91 : les actifs financiers sont définis dans *SCN 1993* (paragraphe 10.5) comme prenant la forme 1) de créances financières appartenant à l'ensemble des actifs financiers, 2) de l'or monétaire, 3) de Droits de tirage spéciaux (DTS), 4) d'actions de sociétés et 5) de certains types de dérivés financiers.

Limite des actifs financiers (*financial asset boundary*) — § 3, 4, 11, 24, 63, 89 : ligne de démarcation entre l'ensemble des contrats qui peuvent être classés comme actifs financiers et les autres.

Risque financier (*financial risks*) — § 14-15, 18, 38-39 : risques inhérents à la détention et à l'échange de créances et d'engagements financiers.

Plancher (*floor*) — § 22, 64 : option qui fixe un plancher au taux payé sur un article sous-jacent. Le plus souvent, les planchers sont émis sur taux d'intérêt. L'achat d'une option de taux plancher protège l'acheteur d'une baisse des taux d'intérêt. Si le taux du marché tombe au-dessous du prix ou taux contractuel (prix d'exercice), l'émetteur paie à l'acheteur la différence entre le prix du marché et le prix contractuel, multiplié par le montant du principal fictif.

Échange de devises (*foreign exchange swap*) — § 38, 66 : opération d'achat/vente de devises au comptant associée à une opération simultanée de vente/achat des mêmes devises à terme.

Contrat à terme (*forward-type contract*) — § 18-22, 31-32, 34, 36-39, 45-47, 49, 55, 59, 68, 72, 93, exemple 10 : contrat par lequel deux parties conviennent d'échanger un article sous-jacent — physique ou financier — en quantité spécifiée, à une date spécifiée, à un prix

contractuel convenu (le prix d'exercice), ou bien, dans le cas particulier d'un contrat d'échange, conviennent d'échanger des flux de paiements, déterminés par exemple par référence au prix de monnaies ou de taux d'intérêt, conformément à des règles fixées à l'avance. Les deux parties échangent en substance des risques de valeur marchande égale. La terminologie en usage sur les marchés réserve en général l'expression de «contrats à terme» aux contrats de gré à gré — par opposition aux contrats à terme normalisés qui sont négociables sur les marchés organisés.

Opération de change à terme (*forward foreign exchange contract*) — § 21, 38, 66 : contrat à terme par lequel les parties conviennent d'effectuer une transaction sur devises, à un taux de change convenu, d'un montant convenu à une date ultérieure convenue.

Accord de taux futur (ATF) (*forward rate agreement*) — § 8-9, 21, 38, 45, 58-65, 90, exemple 2 : contrat à terme par lequel les parties conviennent du paiement d'un taux d'intérêt spécifique, à une date de règlement spécifiée, appliqué à un montant de principal fictif d'échéance spécifiée libellé dans une monnaie donnée, et qui n'est jamais échangé. Le règlement s'effectue par paiement d'une somme égale à l'écart entre le taux spécifié et le taux d'intérêt effectif sur le marché, multiplié par le montant du principal fictif. Le niveau du taux du marché, inférieur ou supérieur au taux contractuel, détermine laquelle des parties au contrat doit payer l'autre.

Contrats à terme d'instruments financiers (*futures*) — § 4, 17-18, 21-22, 30-31, 37, 39, 62, 64, exemple 11, 12 : contrats à terme d'instruments financiers négociés sur un marché organisé. Les contrats sont extrêmement normalisés afin de faciliter l'apparition de marchés liquides.

Valeur vénale brute (*gross market value*) — § 58 : mesure le coût de remplacement d'un dérivé financier au prix en vigueur sur le marché. La valeur peut être positive ou négative. La valeur vénale brute a servi à mesurer la taille du marché «global» des dérivés financiers hors-cote dans l'enquête menée par la BRI en 1995 auprès des banques centrales sur l'activité des marchés de dérivés financiers.

Opération de couverture (*hedging*) — § 14 : acquisition d'un instrument dont la détention compense en partie ou en totalité le risque financier inhérent à la détention, actuelle ou anticipée, d'un autre instrument financier.

Gains et pertes de détention (*holding gains and losses*) — § 12, 27, 36, 62, 64 : gains et pertes nominaux provenant d'un changement de la valeur vénale d'un actif financier au cours de sa détention par l'investisseur.

Illiquide (*illiquid*) — appendice II, § 28 : se dit d'instruments rarement voire jamais négociés. [Voir également «marché liquide» (*liquid market*)].

Dépôt de garantie (*initial margin*) — § 82 : dépôt de garantie, aussi appelé «marge», effectué lors de l'acquisition d'un dérivé financier. Le dépôt de garantie est en général associé aux

transactions sur les marchés organisés, car le marché, qui agit comme contrepartie de toutes les opérations, exige ce dépôt (appel de marge) afin de se garantir contre le risque de crédit de ses contreparties.

Échange de taux d'intérêt (*interest rate swap*) — § 8-9, 12, 21, 38, 59-65, 67, 90 : les échanges de taux d'intérêt entraînent un échange de flux monétaires de paiements, ou de recettes d'intérêts, sur un montant de principal fictif libellé dans une monnaie donnée pendant une durée donnée. Par exemple, des paiements à taux d'intérêt variable sont échangés contre des paiements à taux d'intérêt fixe. À chaque échéance, un règlement est en général effectué par l'une des parties à l'autre, en fonction de l'écart entre les taux d'intérêt fixe et variable, multiplié par le montant de principal fictif.

Secteur institutionnel (*institutional sector*) — § 80, 92 : pour les besoins du système de comptabilité nationale, les unités institutionnelles résidentes de l'économie sont regroupées en cinq secteurs mutuellement exclusifs : sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques, institutions sans but lucratif au service des ménages, et ménages. Les unités institutionnelles non résidentes appartiennent au «reste du monde».

Levier (disposer d'un) (*leverage*) — Appendice IV : avoir droit à tous les avantages découlant de la détention d'une position en un actif financier, sans avoir eu à financer le prix d'achat total de l'actif.

Marché liquide (*liquid market*) — § 6: marché sur lequel les participants peuvent opérer rapidement et avec efficacité sans modifier notablement, en situation normale, le prix en vigueur sur le marché. Un marché liquide se caractérise par un écart réduit entre prix demandé et prix offert, et par la possibilité d'opérer sur des quantités importantes.

Long terme (*long term*) — § 92 : le *SCN 1993* définit les actifs et passifs financiers à long terme comme tout instrument d'échéance initiale supérieure à un an, ou deux ans pour tenir compte de certaines pratiques nationales.

Évaluation au cours du marché (*mark to market*) — § 86, exemple 4 : réévaluer un actif ou passif financier au cours en vigueur sur le marché.

Prix de marché (*market price*) § 9, 16, 18, 20, 25, 28-29, 37-38, 40, 45, 47, 51-52, 54, 56-57, 64, 70 : quantité d'argent qu'un acheteur paie de son plein gré pour acquérir un actif auprès d'un vendeur de plein gré, lorsque les deux parties sont indépendantes et agissent pour des motifs purement commerciaux. Le prix de marché est aussi la valeur vénale.

Risque de marché (*market risk*) — § 6, 72, 76, 93 : risque inhérent à la détention d'un actif financier dont le prix peut changer en raison de variations de la situation générale du marché.

Règlement (net) en numéraire (*net cash settlement*) — § 8-9, 20, 50, 59, 60-62, 64, 67 : lors de l'exercice d'un dérivé financier, paiement d'une somme en numéraire par l'une des parties à l'autre en règlement de son obligation nette.

Valeur négative nette (*net negative value*) — § 47 : élément de passif égal à la valeur actualisée des sommes nettes à payer au titre d'un contrat de dérivé financier.

Valeur positive nette (*net positive value*) — § 47 : élément d'actif égal à la valeur actualisée des sommes nettes à recevoir au titre d'un contrat de dérivé financier.

Valeur actualisée nette (*net present value*) — § 45-47, 62, encadré 2 : la valeur actualisée nette d'un instrument financier quelconque est la valeur actualisée des futures recettes nettes (c'est-à-dire les recettes brutes diminuées des paiements bruts) attendue de l'instrument. On trouve aussi l'expression «valeur actuelle nette» (VAN).

Marge non remboursable (*nonrepayable margin*) — § 82, 86-87, exemple 12 : dépôt de marge ou de garantie payé afin de réduire ou de régler une obligation financière : l'entité qui paie la marge non remboursable n'en est plus propriétaire et n'a plus droit aux risques et avantages de la propriété, tels que le droit de recevoir du débiteur des dividendes, coupons et/ou intérêts.

Montant fictif (notionnel) (*notional amount*) — § 45, 59 : montant du principal d'un contrat de dérivé financier nécessaire au calcul des sommes à payer ou à recevoir, mais qui n'est pas lui-même échangé.

Compensabilité sur le marché (*offsetability on the market*) — § 6-7, 15, 32, 89 : faculté d'échanger des risques financiers spécifiques en tant que tels sur les marchés financiers. Un instrument financier dérivé qui facilite ledit échange mais ne peut être lui-même échangé est dit «compensable sur le marché».

Option (*option*) — § 4, 19, 22-23, 28, 30-31, 34, 37, 39, 42-44, 49, 50, 56-57, 58, 62, 64, 73, 75, 77, 93, exemples 1, 8 : contrat qui confère à l'acheteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) au vendeur de l'option un actif sous-jacent spécifié — physique ou financier — à un prix convenu par contrat (le prix d'exercice) avant ou au plus tard à une date spécifiée.

Prime (d'option) (*option premium*) — § 22, 30, 49, 57 : paiement effectué par l'acheteur au vendeur de l'option. La valeur de la prime, à la création de l'instrument, représente le prix de l'option sur le marché.

Émetteur (de l'option) (*option writer*) — § 31, 42 : vendeur d'un contrat d'option.

Marché organisé de dérivés financiers (marché organisé) (*organized financial derivatives exchange*) — § 21, 23, 30, 35, 64, 82, 86 : marché sur lequel sont négociés les contrats de dérivés financiers, habituellement sous forme normalisée. Afin de réduire le risque de crédit inhérent aux opérations sur le marché, une chambre de compensation agit comme contrepartie de toutes les opérations, et exige en retour le versement d'un dépôt de marge ou de garantie.

Autres sommes à payer/à recevoir - Autres (other accounts payable/receivable, other)

— § 57, 84, exemples 8 : sous-catégorie du système de classification des actifs financiers dans le *SCN 1993*, qui comptabilise toutes les sommes reçues ou payées qui ne sont classées nulle part ailleurs dans les comptes financiers.

Dérivés financiers de gré à gré (ou hors-cote) (over-the-counter (OTC) financial derivatives)

— § 4-5, 8, 11, 30, 32-33, 35-36, 38, 47, 58, 64, 66, 82, 89, 93 : dérivés financiers dont les transactions s'effectuent en dehors du marché organisé (hors-Bourse) et dont les contractants sont des participants importants du marché, tels que les institutions financières.

Relevé de position (position statement) — § 41, 44, 47, 51, 60, 67, 70-71, 80 : encours des éléments de passif et d'actif à un moment donné.

Investissement de portefeuille (portfolio investment) — § 88-89, 92 : catégorie d'investissement international, qui comprend les investissements en titres. Dans la cinquième édition du *Manuel de la balance des paiements* du FMI, ces titres sont définis comme obligations et bons, instruments du marché monétaire, et dérivés financiers. La caractéristique essentielle des instruments classés comme investissements de portefeuille est d'être négociés ou négociables.

Prix en vigueur sur le marché (prevailing market price) — § 9, 16, 20, 29, 38, 40, 51-52, 54, 64 : prix auquel des actifs identiques ou similaires se négocient en quantité notable, et dans des conditions similaires, contre du numéraire. C'est d'ordinaire le prix coté sur un marché liquide.

Découverte du prix (price discovery) — § 14 : processus par lequel est déterminé et rendu public le prix de marché d'un actif ou d'un passif, et qui favorise une affectation économiquement efficace des ressources. Les dérivés financiers aident parfois à découvrir le prix futur que le marché anticipe pour un actif ou un passif.

Revenu de la propriété (property income) — § 8, 60, 62, 65, 67 : revenu qui échoit à l'unité institutionnelle en raison de sa participation à un processus de production, ou de la propriété d'actifs qui peuvent servir à des fins de production.

Option de vente (put) — § 22, encadré 1 : option qui confère au détenteur le droit, mais non l'obligation, de vendre l'actif sous-jacent.

Prix de référence (reference price) — § 16, 20, 37, 44, 47, 50, 74 : dans le contexte du présent document, le prix de référence désigne le prix de l'actif sous-jacent, dont découle la valeur du dérivé financier (voir «actif sous-jacent»).

Marge remboursable (repayable margin) — § 82-85, 87, exemple 11 : marge ou garantie déposée par une entité pour protéger sa contrepartie au contrat du risque de crédit associé au dérivé financier, mais qui reste la propriété de l'entité déposante. Le dépôt de marge ou de garantie est remboursable au déposant lorsque celui-ci éteint sa position au contrat de dérivé

financier. Bien que l'utilisation du dépôt de marge ou de garantie puisse être soumise à restrictions, l'entité déposante, lorsqu'elle conserve les risques et avantages de la propriété, tels que le droit de recevoir des dividendes, coupons, et/ou intérêts versés par le débiteur, demeure propriétaire du dépôt.

Avoirs (ou actifs) de réserve (*reserve assets*) — § 88-90 : catégorie d'investissement international qui couvre les actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent et dont elles peuvent aisément disposer, pour financer directement les déséquilibres de la balance des paiements, réguler indirectement leur amplitude en intervenant sur les marchés des changes pour influencer sur le taux de change, ou pour d'autres fins. Les actifs de réserve comprennent l'or monétaire, les Droits de tirage spéciaux (DTS), la position de réserve au FMI, les actifs libellés en devises, et d'autres créances.

Catégorie de risque des dérivés financiers (*risk category of financial derivatives*) — § 93 : de nombreux opérateurs classent leurs positions en dérivés financiers par type de risque sous-jacent. Les types les plus courants sont le risque de taux d'intérêt, le risque de change, le risque de participation et le risque de prix des matières premières.

Titres autres qu'actions (*securities other than shares*) — § 88-89 : catégorie du système de classification des actifs financiers dans le *SCN 1993* qui comprend les effets à court terme, les obligations, les certificats de dépôt, les traites commerciales, les obligations garanties, les dérivés financiers négociables et instruments similaires qui se négocient normalement sur les marchés financiers.

Court terme (*short term*) — § 90 : le *SCN 1993* classe comme actifs et passifs financiers à court terme les instruments d'échéance initiale inférieure ou égale à un an, et de deux ans au maximum pour tenir compte des diverses pratiques nationales.

Option sur marge (*spread option*) — § 73 : contrat de dérivé de crédit reposant sur l'écart des taux d'intérêt entre un crédit de grande qualité et un crédit de qualité inférieure.

Prix d'exercice (*strike price*) — § 16, exemple 5 : prix stipulé dans un contrat de dérivé financier auquel les opérations sur l'actif sous-jacent s'effectueront le cas échéant. Également appelé prix contractuel.

Échange financier (*swap*) — § 19, 20, 22, 55, 73 : contrat d'instrument financier dérivé du type à terme par lequel deux parties conviennent d'échanger, selon des règles déterminées à l'avance, des flux de paiement déterminés, par exemple, par référence aux prix de monnaies ou de taux d'intérêt.

Option d'échange (option sur swap, swap optionnel) (*swaption*) — § 22 : contrat d'option dont l'exercice consiste à contracter un échange financier (*swap*). Si l'option est exercée, soit les parties contractent un échange financier, soit bien l'acheteur reçoit un règlement en numéraire représentant la valeur vénale de la prime.

Échange total de rendements (*total return swap*) — § 73 : dérivé de crédit par lequel des flux de paiement à taux d'intérêt garanti, tel qu'un taux interbancaire augmenté d'une marge, sont échangés contre les flux de paiement et les gains et pertes en capital associés au passif d'une entité moins cotée.

Plus-values et moins-values (*trading gains and losses*) — § 64 : gains et pertes nominales engendrées par l'échange d'actifs et de passifs financiers.

Contrat financier inconditionnel (*unconditional financial contract*) § 20 : contrat dont les créances et obligations financières sont connues des deux parties, et ne dépendent pas de circonstances ou d'événements hypothétiques.

Article sous-jacent (*underlying item*) § 14, 16-17, 20, 22, 30, 37, 38, 40, 42, 50, 64, encadré 1 : dans le présent document, «article sous-jacent» représente d'une manière générale tout article qui peut servir de base à un contrat de dérivé financier. Il peut s'agir d'un produit de base, d'un instrument financier, d'un taux d'intérêt, d'un taux de change, d'autres dérivés, d'un indice ou panier de prix, ou de l'écart entre deux prix de référence.

Marge de variation (*variation margin*) — § 56, 82 : marge payée au cours de la durée du contrat de dérivé financier, et qui dépend de son prix. À mesure que le prix d'un dérivé financier évolue de façon défavorable à une des parties, et que sa position de passif augmente, cette partie doit payer une marge de variation. La marge de variation est le plus souvent associée aux opérations sur les marchés organisés, car le marché est contrepartie à toutes les opérations, et exige le paiement de la marge de variation pour se garantir du risque de crédit de ses contreparties. Sur certains marchés, la marge de variation est payée par la partie dont la position est un passif net à celle dont la position est un actif net, ce qui est une forme de règlement continu de l'obligation financière.

Volatilité (*volatility*) — § 28, 42, 62, 79, encadré 1 : mesure la variabilité du prix d'un actif ou passif financier au cours d'une période spécifiée.

Bon de souscription (*warrant*) — § 23, 30 : instrument négociable du type option, qui donne à son détenteur le droit, durant une période spécifiée, d'acheter à l'émetteur du bon, à un prix convenu (le prix d'exercice), une certaine quantité de l'actif sous-jacent, tel que des actions ou obligations. On parle aussi de certificat d'option.