



Qui joue avec le feu...

Dans de nombreux pays émergents, des entreprises ayant acquis des produits dérivés exotiques ont subi de lourdes pertes

Randall Dodd

LES NOMS évoquent des jouets ou des comptines : KIKO en Corée, TARN au Brésil et dans d'autres pays. Mais il s'agit de produits dérivés exotiques dont la (mauvaise) utilisation a des conséquences bien réelles. Les transactions sur ces dérivés ont provoqué de lourdes pertes qui ont semé la panique sur les marchés de change et transmis la crise financière aux pays émergents. L'organisateur d'une table ronde économique sur la Pologne les a qualifiés de «produits diaboliques».

Les premières pertes connues ont touché des entreprises privées participant au commerce international. Il s'agissait surtout d'exportateurs utilisant les produits dérivés pour se couvrir contre les effets nocifs d'une appréciation de leur monnaie. Mais, quand il y a eu au contraire dépréciation et quand les pertes ont été révélées, les entreprises ont acquis précipitamment des dollars contre leur propre monnaie pour couvrir leurs pertes, ce qui a perturbé les marchés de change. Les pertes directes ont été élevées et étendues : on estime que 50.000 entreprises du monde émergent ont été affectées, dont 10 % des exportateurs indonésiens et 571 PME coréennes. Elles auraient atteint 28 milliards de dollars au Brésil, 3 milliards en Indonésie, 5 milliards au Mexique et en Pologne. Hormis le secteur privé, la compagnie pétrolière publique de Sri Lanka Ceylon Petroleum a perdu 600 millions de dollars et, en Chine, Citic Pacific a perdu 2,4 milliards.

Le phénomène est répandu. À Hong Kong, en Inde et en Malaisie, des exportateurs, entre autres entreprises, ont aussi annoncé des pertes. Elles ont été lourdes au Brésil et au Mexique (voir l'article intitulé «Une couverture, pas un pari», page 46).

Un sujet controversé

Dans de nombreux pays, la manière de traiter les KIKO, les TARN et autres produits dérivés exotiques a engendré la polémique (voir encadré). Le débat est centré sur deux

questions fondamentales : les entreprises voulaient-elles se couvrir, c'est-à-dire s'assurer contre les variations du change, ou spéculer? Et les banques, fournisseurs des produits, ont-elles simplement répondu aux besoins de leurs clients ou adopté des pratiques commerciales trompeuses?

Comme il est presque impossible de connaître l'état d'esprit des clients ou des intermédiaires, le débat a été plus tendu que révélateur. Nous nous proposons de décrire ces dérivés, d'examiner s'ils conviennent à la couverture ou à la spéculation et de proposer des mesures pour empêcher qu'ils soient mal utilisés.

Ces produits sont devenus un sujet d'intérêt public, parce que leurs répercussions sur les économies émergentes ont dépassé leur effet direct sur les entreprises concernées. Quand la dépréciation d'une monnaie est devenue assez importante pour faire perdre beaucoup aux investisseurs en KIKO ou en TARN, la révélation des pertes a ébranlé le marché de change local et accentué les dégagements. À cause de la non-transparence de ces dérivés exotiques, les cambistes ne pouvaient connaître ni l'encours des transactions, ni l'identité des détenteurs, ni le montant des pertes éventuelles. L'incertitude a suscité la crainte, qui a tourné à la panique autoentretenu,

Des noms séduisants, mais des effets puissants

Pour mieux les commercialiser, les vendeurs de produits dérivés exotiques leur donnent souvent des noms attractifs. KIKO signifie option «knock-in knock-out» — «knock-out» représentant le point à partir duquel l'investisseur cesse de gagner. TARN signifie «target redemption note» : il ne peut plus y avoir de gains au-delà d'un certain montant qui déclenche le remboursement. TARN se réfère aussi souvent à une opération à terme ou à un swap. Parmi les autres dérivés comparables figurent Snowball (boule de neige) et Accumulator, ainsi dénommés pour indiquer la possibilité de gains (et de pertes) cumulatifs.

d'où une nouvelle baisse des cours de change augmentant les pertes sur les dérivés.

Les investisseurs ont eux aussi perdu confiance. Les cours boursiers des pays émergents ont chuté et les écarts de taux d'intérêt augmenté. Des retraits de capitaux étrangers ont eu lieu et le refinancement de dettes externes arrivées à échéance a été mis en doute. La crise financière mondiale, née sur le marché immobilier américain, a gagné les pays émergents.

Première manifestation

On a pris conscience du problème l'an dernier, lorsque des entreprises non financières sans lien apparent ont connu des problèmes de couverture de change; il s'agit d'opérations destinées à compenser les pertes causées par une dévalorisation des revenus d'exportation exprimés en monnaie locale (moyen obligatoire de paiement des coûts de production). La couverture de change est particulièrement importante pour les entreprises exportatrices et importatrices, parce qu'elles reçoivent ou versent des devises et veulent protéger leurs revenus libellés en monnaie nationale. Le plus souvent, dans le cadre d'une couverture «exotique», un exportateur prenait une position acheteur dans sa propre monnaie : il acquérait un contrat de dérivés anticipant une hausse de la monnaie nationale, habituellement contre le dollar.

Mais une tendance s'est vite affirmée. Dans au moins sept pays asiatiques — Chine, Corée, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie et Sri Lanka — ainsi qu'au Brésil, au Mexique et en Pologne, des contrats très similaires de dérivés exotiques conclus entre des spécialistes et des sociétés non financières, souvent beaucoup moins au courant, ont causé des pertes. En Corée, ces dérivés étaient appelés KIKO et, dans d'autres pays, TARN, contrats à terme ou dépôts en deux monnaies. Au Japon, on employait l'expression swaps de coupons en devises.

C'est l'énormité des pertes révélées qui a effrayé. Elles étaient excessives au regard d'une estimation raisonnable des revenus d'exportation des entreprises, dont certaines ont dû rapidement se placer sous la protection du régime des faillites. Cela n'était pas conforme au résultat d'une opération normale de couverture. Le montant croissant des pertes a fait scandale.

En quoi consistaient ces produits?

Malgré des appellations nationales différentes, le mécanisme économique des transactions de type KIKO et TARN est identique.

- Le produit dérivé permettait de prendre une position acheteur, l'investisseur bénéficiant d'une appréciation de la monnaie sous-jacente. La position était généralement prise en monnaie locale, mais elle portait sur le pétrole brut à Sri Lanka et sur le dollar australien au Japon.

- Le dérivé procurait des rentrées mensuelles pendant un ou deux ans. KIKO utilisait des options d'achat à long terme (donnant à l'acquéreur le droit d'acheter la devise à un certain prix pendant une période donnée) et des options de vente à découvert (donnant un droit de cession). C'est l'équivalent d'un contrat à terme standardisé ou de gré à gré : l'investisseur profite d'une hausse du prix sous-jacent et perd s'il baisse.

- Les possibilités de gains étaient plafonnées. Il existait parfois une clause, appelée «knock-out», qui interrompait le versement mensuel si la devise étrangère s'appréciait au-delà d'un taux de change spécifié. Dans d'autres cas, le contrat prenait fin si le gain cumulé atteignait un montant cible.

- Les pertes éventuelles n'étaient pas limitées; les dérivés étaient même structurés de façon que le taux de perte soit généralement deux fois plus élevé que la baisse du taux de change sous-jacent ou du prix de référence.

- Le coût initial (ou la prime) exigé pour ces opérations était nul.

Le vrai débat

Il est difficile de savoir si les entreprises non financières voulaient se couvrir contre une nouvelle appréciation de leur monnaie ou seulement spéculer, et si elles ont totalement compris le profil risque-rendement de ces opérations. On ne peut pas non plus apprécier si les opérateurs en produits dérivés répondaient aux demandes de leurs clients ou les dépassaient.

Quels que soient les motifs, le résultat a été aussi clair que la nature économique des contrats. Ces dérivés exotiques ne conviennent ni à la couverture, ni à la spéculation, et aucun investisseur informé n'est censé y souscrire intentionnellement. Le débat de politique économique devrait cesser de sonder l'état d'esprit des vendeurs de dérivés et des investisseurs; il faut rechercher le meilleur moyen de faire utiliser les dérivés appropriés aux opérations de couverture, de protéger ceux qui se couvrent des pratiques commerciales abusives et de limiter la spéculation aux entreprises et aux personnes «qualifiées».

Les dérivés exotiques ne sont pas faits pour les opérations de couverture, car ils ne correspondent pas exactement aux risques courus par les entreprises. Celles-ci doivent se protéger d'une appréciation de leur monnaie, mais les KIKO et les TARN n'assurent pas une couverture si la monnaie s'apprécie au point d'éliminer les rentrées ou de déclencher le remboursement des contrats. En outre, les avantages compétitifs éventuels pour un exportateur d'une dépréciation de sa monnaie ne compensent pas le doublement du taux de perte qui en résulte.

Ces dérivés ne conviennent pas non plus aux entreprises incapables d'absorber l'effet éventuel du doublement des pertes. Les faillites observées le confirment. Il est fondamental qu'un investisseur puisse absorber les pertes potentielles.

Enfin, même si les entreprises exportatrices entendaient spéculer, ces dérivés n'étaient en aucun cas les meilleurs instruments. Soit un contrat à terme standardisé ou de gré à gré, soit un swap de devises offrirait une possibilité de gain identique ou supérieure sans exposer le spéculateur au risque de pertes doublées.

Si les KIKO et les TARN ne convenaient pas pour se couvrir et n'étaient pas le meilleur moyen de spéculer, pourquoi ont-ils atteint de tels montants? On peut supposer que les investisseurs étaient peu avertis ou qu'ils ignoraient ou connaissaient mal les risques. Les marchés financiers internationaux ont été bien orientés si longtemps que les investisseurs ont commencé à sous-estimer certains aléas. De plus, les entreprises non

financières avaient probablement une maîtrise technique inférieure à celle des grandes banques offrant ces opérations.

Deuxième hypothèse : les banques auraient subordonné le renouvellement de leurs prêts à l'achat de ces contrats. Selon les autorités financières de certains pays émergents, interviewées par l'auteur, des investisseurs se seraient plaints à elles d'avoir subi des pressions. Mais il y a une autre explication à la popularité des dérivés : les prix des KIKO et des TARN étaient fixés de façon à inciter les investisseurs à prendre de plus grands risques, parce qu'ils offraient de meilleurs taux de change que ceux du marché des contrats à terme et options habituels. On peut en conclure que les investisseurs avaient quelque peu conscience de la nature des produits et des risques. Mais cela ne signifie pas que ces produits exotiques constituaient de bons choix. Si les investisseurs acceptaient, en connaissance de cause, cet arbitrage risque/rendement, il s'agissait d'une opération dangereusement inefficace, par laquelle des entreprises non financières achetaient à des entités financières plus averties une assurance contre de gros montants de risques extrêmes.

Que doivent faire les régulateurs?

Les entreprises sont fortement incitées à se couvrir et le feraient plus si elles ne craignaient pas d'être trompées. Les opérations de couverture n'auraient pas dû causer les pertes qui ont discrédité les produits dérivés exotiques dans les pays émergents. Pour les promouvoir, tout en évitant une répétition des récentes pertes et perturbations sur les marchés de change entraînées par ces produits, on peut prendre certaines mesures :

- Au plan national, il faut clarifier et renforcer la législation de protection des investisseurs et de lutte contre la fraude pour décourager les opérations sur des dérivés inappropriés.

- Il faut fixer des règles d'information sur ces produits. La diffusion de données sur les prix et sur d'autres aspects des opérations rendrait le marché plus transparent; elle donnerait aussi aux autorités nationales et multinationales de surveillance des moyens supérieurs de détecter les problèmes avant qu'ils dégénèrent.

- Le lancement de dérivés nouveaux et complexes, ou au moins leur emploi par des entreprises autres que les spéculateurs qualifiés, devrait être régulé au moyen de listes «positives» d'instruments acceptables ou «négatives» d'instruments prohibés.

- Une surveillance multilatérale des marchés mondiaux est nécessaire, notamment pour déceler les comportements fautifs et les abus commerciaux comme ceux constatés avec les KIKO et les TARN. Grâce à ses relations avec les autorités de contrôle nationales, l'instance responsable devrait pouvoir leur signaler rapidement des faits alarmants ou suspects. En qualité d'organisation internationale, le FMI pourrait exercer cette fonction; il dispose déjà de certaines des ressources requises et de canaux officiels de coopération avec les pays membres. ■

Randall Dodd est expert principal des systèmes financiers au sein du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu