

## Fiche technique

NUMÉRO 23 — FÉVRIER 2019

## Des instruments financiers moins toxiques?

Par Gilles L. Bourque

Le Québec a été l'un des endroits au monde où l'éclatement de la bulle des produits financiers en 2008 a constitué la surprise la plus étonnante pour les épargnants. Qui, parmi les millions de ménages québécois, aurait pu se douter que les gestionnaires de notre bas de laine avaient spéculé avec leur pécule. La débâcle de 2008 a frappé l'imagination : la Caisse de dépôt et placement (CDP) a perdu 25 % de l'avoir de ses déposants, soit 39,8 G\$ (milliards \$). L'encours des titres en défaut atteignait 33 G\$ pour l'ensemble du Canada, détenu par plusieurs institutions financières, dont la Caisse qui en détenait à elle seule près de 40%, mais aussi la Banque nationale et le Mouvement Desjardins. Alors que les marchés semblent redevenir aujourd'hui plus volatiles, les instruments financiers détenus par nos institutions pourraient-ils redevenir aussi toxiques ? Quelques pistes de réflexion.

**Produits financiers : protection ou spéculation ?**

Le contexte de libéralisation des marchés financiers et d'innovations financières des dernières décennies a mené à des périodes plus fréquentes d'instabilité sur les marchés financiers. Pour agir sur ces marchés, divers instruments sont à disposition des acteurs pour se protéger des risques ou pour améliorer les rendements. Lorsque ces instruments sont utilisés à des fins de couverture, les risques sont réduits; mais lorsqu'ils sont plutôt utilisés à des fins de spéculation, ils comportent des risques particulièrement élevés, en particulier des risques systémiques dans des situations de crise. Pour mieux comprendre les enjeux, nous utiliserons l'excellente analyse de la débâcle de la Caisse de 2008 réalisée par Pierre Fortin<sup>1</sup>. Selon l'économiste, deux facteurs expliquent que les pertes de la Caisse aient été plus importantes que celles des institutions équivalentes au Canada : 1) un coût de couverture de change de 8,9 G\$ engendré par une très forte dépréciation du dollar canadien à l'automne 2008 et 2) une « moins-value non

matérialisée » de 4 G\$ pour marquer la baisse de la valeur de son actif en papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Contrairement à la Caisse, nous dit Pierre Fortin, les autres grandes caisses de retraite étaient peu couvertes contre le risque de variation des taux de change et détenaient peu de PCAA. Lorsque l'on exclut ces deux facteurs, on réduit la perte de la Caisse à 26,9 G\$, soit un rendement négatif de -16,9% plutôt que -25%, c'est-à-dire une perte moindre que celle de ses pairs (-18,4% selon Pierre Fortin). Ces deux facteurs explicatifs illustrent bien les deux faces opposées de l'utilisation des produits financiers.

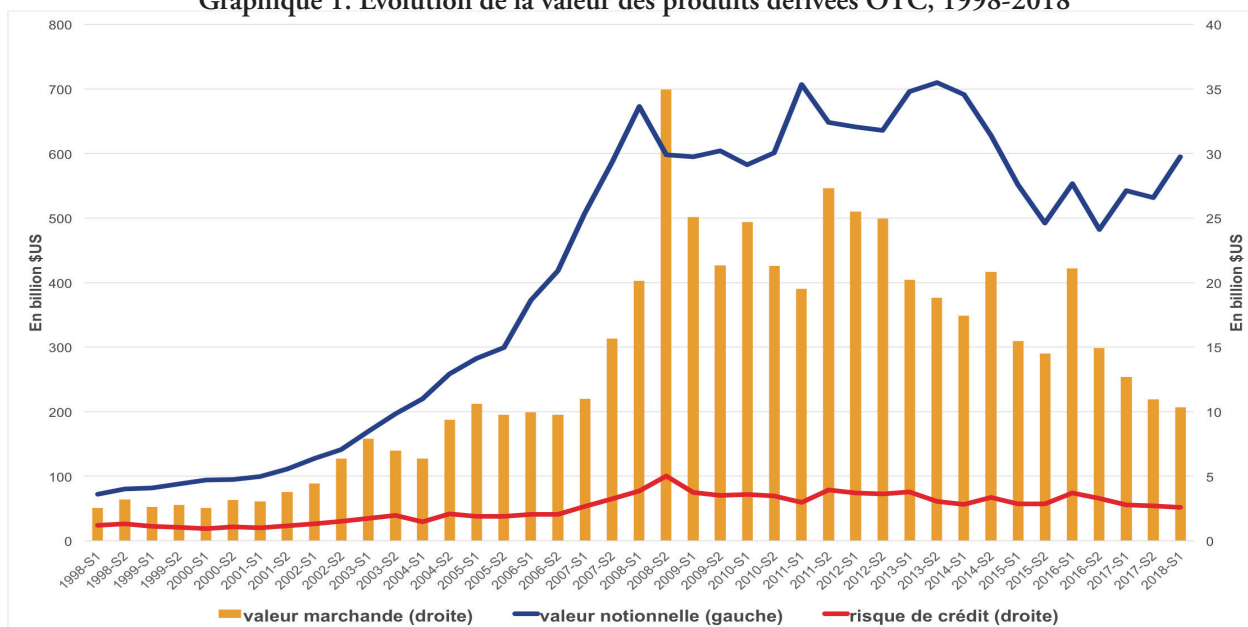
Pour la Caisse, qui possède de nombreux actifs sur les marchés étrangers, la couverture des taux de change s'avère un bon produit d'assurance contre la volatilité de la devise canadienne. Pierre Fortin évalue que, sur le long terme, les gains réalisés sur la couverture de change auront permis à la Caisse de compenser les pertes pour une valeur nette de 4,3 G\$. Par contre, la détention d'actifs en PCAA était purement spéculative, visant à obtenir un rendement sur les liquidités de court terme. Elle a conduit à une perte de 1,9 G\$ en 2007 et de 4 G\$ en 2008, sans compter les pertes des autres institutions financières québécoises qui avaient été entraînées dans cette galère par la Caisse. On comprend ainsi pourquoi c'est elle qui a pris l'initiative de résoudre la crise du PCAA pour l'ensemble des détenteurs canadiens de ces titres grâce à « L'entente de Montréal ». De 2009 à 2013, cette initiative lui aura permis « d'effacer » 5,2 G\$ des moins-values non matérialisées de 5,9 G\$ déclarées en 2007 et 2008. Contrairement au secteur bancaire canadien, la Caisse n'a pu transférer ses pertes financières au gouvernement fédéral via la banque centrale : ce sont plutôt les régimes de retraite dont elle gère les placements, ainsi que leurs cotisants, qui ont dû éponger l'essentiel des pertes.

**L'évolution des produits dérivés : la réglementation diminue les risques**

Le graphique suivant montre que, malgré un contexte volatile, les risques sont en baisse en ce qui concerne l'évolution de la valeur des produits dérivés échangés de gré à gré (OTC) détenus dans le monde entre 1998 et 2018.

1 Pierre Fortin « Cinq ans après : le point sur l'annus horribilis de la Caisse de dépôt. », dans L'actualité du 28 mars 2014 <https://lactualite.com/lactualite-affaires/2014/03/28/cinq-ans-apres-le-point-sur-lannus-horribilis-de-la-caisse-de-depot/>.

Graphique 1. Évolution de la valeur des produits dérivés OTC, 1998-2018



Source : Banque des règlements internationaux (BRI)

La valeur notionnelle (ligne bleue, échelle de gauche) des dérivés en circulation est passée de 72 milliards \$ en 1998 à un premier sommet de 672 milliards \$ au premier semestre de 2008, pour fluctuer par la suite avec une tendance marquée à la baisse après 2015<sup>2</sup>. L'augmentation récente de l'activité (en 2018) s'explique par les contrats de taux d'intérêt en dollars US, dans la foulée de l'élection de Donald Trump. Ce qui est plus important à retenir, c'est la baisse de la valeur de marché des produits dérivés OTC (barre orange, échelle de droite), à près de 10 milliards de dollars à fin juin 2018, contre un pic de 35 milliards de dollars observé en 2008. Selon la BRI, cette baisse reflète en bonne partie les changements structurels en cours dans la mesure où la part des produits qui sont compensés par des contreparties centrales s'élèverait aujourd'hui autour de 76% pour les produits de taux d'intérêt.

C'est pourquoi les risques de crédit, qui ajustent les valeurs marchandes pour tenir compte des accords bilatéraux de compensation, poursuivaient leur tendance à la baisse, atteignant 2,6 milliards de dollars à la fin juin 2018 (ligne rouge, échelle de droite).

La baisse de la valeur de marché et des risques associés aux produits dérivés reflète les efforts pour une réglementation prudentielle concertée des organismes de surveillance pour discipliner ces marchés, avec une compensation centrale et de plus grandes possibilités de compression des échanges, c'est-à-dire l'élimination des positions de produits dérivés plus spéculatives. En outre, nous dit la BRI, un nombre croissant de banques ont enregistré une marge de variation sur les produits dérivés compensés comme paiements de règlement plutôt que comme transferts de garantie. Par conséquent, les paiements quotidiens de la

2 La valeur notionnelle est la valeur théorique du produit (p.ex. une option de 1 M\$US à un taux fixe). Ce montant ne fait pas lui-même l'objet de la transaction, il est utilisé pour calculer la valeur d'échange du produit financier (une fraction de ce million \$). C'est cette dernière valeur qui est sujette au risque.

marge de variation sont comptabilisés à titre de règlement des opérations et la valeur marchande des dérivés est remise à zéro quotidiennement.

### Conclusion

Il y a tout lieu de rester vigilant face à l'évolution à la baisse des risques de crédit des produits dérivés dans un contexte où les efforts de réglementation qui ont permis cette évolution semblent partout en recul face aux puissants lobbys des milieux financiers. Néanmoins, alors que les marchés sont appelés à devenir plus instables en raison de la redéfinition en cours de la gouvernance mondiale, la nécessité d'une saine utilisation des produits dérivés n'a jamais été aussi importante.

## IRÉC Fiche technique

NUMÉRO 23 — FÉVRIER 2019

Les fiches techniques visent, dans le format succinct d'un seul feuillet recto verso, à faciliter la compréhension d'un concept ou d'un calcul économique sur un thème précis d'intérêt public. En s'appuyant sur les résultats de recherches plus fouillées de l'IRÉC, elles offrent la possibilité de s'interroger sur les paramètres économiques des propositions dans l'actualité québécoise.

**Institut de recherche en économie**  
10555, avenue de Bois-de-Boulogne, C.P. 2006  
Montréal H4N 1L4  
514 380-8916  
secretariat@irec.quebec / www.irec.quebec

IREContemporaine  
 @IREC\_recherche

Dépôt légal à la Bibliothèque nationale du Québec  
ISBN 978-2-924927-25-0 (PDF)