



# DÉRIVÉS DE CRÉDIT : LA TRANSFORMATION D'UN MÉTIER TRADITIONNEL DE LA BANQUE

REINHARD LAHUSEN \*  
BERNHARD SPEYER \*\*

Les produits dérivés de crédit revêtent une importance grandissante pour les banques et les autres institutions financières et, indirectement, pour les emprunteurs. L'expansion rapide de ce marché est, à la fois révélatrice et responsable de la large diffusion des dérivés de crédit. De toute évidence, les avantages procurés par ce nouveau type d'instruments financiers sont jugés convaincants par nombre de banques et institutions financières.

Après un bref survol de la structure et du marché des dérivés de crédit, nous avons mis l'accent, dans la deuxième partie, sur l'importance de ces nouveaux instruments financiers. La troisième partie se penche sur les menaces qu'ils font planer sur la stabilité financière et la façon dont ils pourraient affecter les mécanismes d'incitation. Enfin, la quatrième partie traite des avantages apportés par les dérivés de crédit aux niveaux tant micro que macroéconomique.

## *MARCHÉ ET STRUCTURE DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT*

Les dérivés de crédit isolent et transfèrent le risque de crédit assumé par les créanciers à des investisseurs dont le rôle consiste à vendre un instrument de couverture. Le contrat stipule que les vendeurs de ces instruments de couverture assument le risque de crédit et prennent à leur charge les pertes éventuelles dans le cas où un événement prédéfini survient. Le vendeur reçoit un paiement de l'acheteur de l'instrument de couverture en contrepartie du risque de crédit qu'il assume. Les dérivés

\* Allianz AG, Munich.

\*\* Deutsche Bank Research, Frankfurt / Main.



de crédit se différencient en fonction de l'événement spécifié (défaut de paiement, restructuration, détérioration de la solvabilité...), du nombre et de la nature des transactions financières sous-jacentes (crédit bancaire ou obligations) et de la forme du produit dérivé (option, contrat à terme ferme – *forward* – ou *swap*).

La structure des paiements afférents au type de dérivés de crédit le plus simple, à savoir le *credit default swap* ou CDS (*swap* de défaut de crédit), est très proche de celle des contrats d'assurance crédit<sup>1</sup>. Ces deux instruments diffèrent néanmoins en ce qui concerne la relation entre l'emprunteur et le créancier, qui demeure intacte pour les dérivés de crédit donnant lieu à un paiement comptant alors que, dans les contrats d'assurance, le fournisseur de la protection se substitue au créancier originel si un événement affectant le crédit survient.

Il va de soi que, en dehors des CDS, instruments à la structure simple qui sont aujourd'hui considérés par la plupart des professionnels comme des produits classiques, il existe d'autres outils de transfert du risque crédit :

- la vente de prêts (qui est moins liquide que la négociation de dérivés de crédit assez standardisés) ;
- la titrisation de prêts ou portefeuilles de prêts ;
- des instruments hybrides tels que les *credit-linked notes* ou les CDO (collateralized debt obligations) synthétiques ;
- et les prêts syndiqués, qui sont un autre exemple de produit classique servant au transfert du risque de crédit.

Les dérivés de crédit sont dotés des caractéristiques ci-après, qui les distinguent des autres instruments de transfert du risque de crédit :

- le risque de crédit est isolé des autres types de risques tels que les risques de taux de change, d'intérêt ou de prix du marché ;
- le titulaire de la position courte n'a besoin de fonds que dans le cas d'un événement de crédit, de telle sorte que son engagement est conditionnel. La position longue est combinée avec la position du prêteur, qui fournit des liquidités pour l'actif sous-jacent, en l'occurrence le prêt bancaire ;
- l'acheteur de l'instrument de couverture conserve et administre le prêt sous-jacent, qui n'est aucunement affecté par la transaction sur le dérivé de crédit.

L'expansion du marché des dérivés de crédit est spectaculaire. Le volume des échanges sur ce type d'instruments a été multiplié par 10 entre 1997 et 2002 pour s'établir à 2 000 Md\$ et le montant brut des instruments de couverture vendue a augmenté de 71 % en 2003<sup>2</sup>. Ce développement du marché s'est accompagné d'une standardisation accrue des produits et d'une diversification des acteurs du marché. Cependant, le degré de concentration parmi ces derniers demeure élevé. Aux États-Unis, les 7 plus grandes banques nationales intervenant sur



le marché des dérivés de crédit ont été, à l'origine, de 98 % du volume total engendré par les banques américaines<sup>3</sup>. Il convient toutefois d'interpréter les chiffres relatifs au marché des dérivés de crédit avec la plus grande circonspection parce qu'il est encore très opaque. Les informations sur le volume des échanges reposent sur des estimations et/ou des enquêtes auprès des opérateurs de marché et non sur des données exhaustives compilées par les autorités de tutelle.

Le fait que la qualité moyenne des actifs sous-jacents s'est détériorée au fil du temps montre que le marché entre dans une phase de maturité. À titre d'illustration, la part des emprunts notés AAA s'est contractée de 22 % à 17 % et celle des prêts sous-jacents aux dérivés de crédit non notés ou à caractère spéculatif s'est accrue de 8 % à 18 % en 2003<sup>4</sup>.

En ce qui concerne les différents types d'intervenants sur ce marché, les sociétés d'assurance et de réassurance ont, globalement, une importante position de vendeurs nets d'instruments de couverture dans le monde entier, mais on observe depuis quelque temps une légère tendance à la baisse. Cette position est due à la faible corrélation entre les risques traditionnels de l'assurance et les risques de crédit ; de ce fait, acquérir un risque de crédit sous la forme de dérivés de crédit peut améliorer la diversification des risques et le couple risque-rentabilité des sociétés d'assurance/réassurance. Dans l'ensemble, les banques européennes, d'Asie et des autres régions à l'exception des États-Unis sont acheteurs nets d'instrument de couverture bien que 50 % d'entre elles soient vendeurs nets<sup>5</sup>. On notera que ce sont surtout les grandes banques qui achètent une protection aux autres acteurs du marché alors que celles qui sont plus petites et se cantonnent dans une région donnée et ont tendance à être vendeurs nets d'instruments de couverture. Il semble que ces banques cherchent à diversifier leur profil de risque et recherchent des paramètres de risque et rentabilité plus attractifs que sur leur propre marché régional. Les *hedge funds* concluent de plus en plus fréquemment des transactions sur dérivés de crédit et il semble qu'ils soient l'un des moteurs de l'expansion rapide de ce marché.

### *L'IMPORTANCE DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT*

L'envolée du marché des dérivés de crédit a des causes diverses. Premièrement, il ne fait aucun doute que la faiblesse des taux d'intérêt observée depuis plusieurs années implique que les investisseurs en mal de rendement ont une grande appétence pour presque tous les types d'actifs à risque, y compris les dérivés de crédit. Deuxièmement, cette demande a pu être satisfaite d'autant plus aisément que les acteurs qui, à l'origine, supportaient le risque de crédit, souhaitaient s'en décharger sur d'autres. Ce désir était motivé, d'une part, par les lourdes pertes occasionnées par la crise de la dette souveraine de 1998 et des années



suivantes et par la fin abrupte du boum de la Nouvelle économie ; et, d'autre part, par la nécessité pour plusieurs banques d'Europe Continentale (en particulier en Allemagne) de réduire leur actif pondéré en fonction des risques parce que leurs performances étaient médiocres depuis plusieurs années et que leurs ratios de fonds propres se dégradaient. De manière plus générale, comme les institutions financières, et notamment les banques, sont de plus en plus nombreuses à se rallier à une gestion dynamique de leurs portefeuilles, il était dans l'ordre des choses que des instruments leur permettant de cibler certains types de risques spécifiques connaissent un grand succès.

D'où vient le désir des banques de gérer leurs portefeuilles de façon plus dynamique ? La libération des marchés financiers, leur intégration en Europe et, plus généralement, la mondialisation soumettent les banques à une pression de plus en plus vive des investisseurs, qui exigent des taux de rentabilité comparables à ceux qui ont cours dans le reste du monde. En outre, l'atonie de la croissance économique dans de nombreux pays européens a provoqué une montée des pertes sur prêts, qui fait d'autant plus ressortir la nécessité d'une meilleure gestion du risque de crédit. En effet, la supériorité des performances du système bancaire des États-Unis (par comparaison avec celui de l'Europe) s'explique par le recours plus fréquent aux mécanismes de transfert du risque de crédit (tels que, entre autres, la titrisation et les produits dérivés) par les banques américaines<sup>6</sup>. En se défaussant du risque de crédit, les banques libèrent des capitaux et accroissent du même coup la liquidité de leurs actifs.

De plus, la pression de leurs homologues comme des investisseurs, mais aussi l'évolution de la réglementation, amènent les banques à affiner leur gestion des risques. La gestion active des portefeuilles de prêts selon des modèles économiques de gestion du capital et du risque de crédit d'un portefeuille tend rapidement à devenir la norme. Les banques doivent montrer qu'elles gèrent leurs risques de façon active de manière à optimiser leur profil risque/rentabilité en fonction de l'évolution du marché et du coût du capital.

Les critères prudentiels de Bâle II donneront une impulsion supplémentaire à ce processus<sup>7</sup> et amèneront les banques à évaluer en permanence les risques qu'elles portent par référence aux paramètres de référence du marché et à gérer activement ces aléas en fonction de l'évolution du marché et de leur propre aversion au risque. Les dérivés de crédit sont l'un des principaux instruments permettant de gérer finement un portefeuille de prêts parce qu'ils en facilitent l'assemblage synthétique et l'ajustement dynamique. C'est pourquoi ils sont devenus un outil privilégié de l'activité de prêt. En recourant aux dérivés de crédit et autres instruments de transfert du risque de crédit, il est possible de construire presque toutes les combinaisons de risque de crédit



envisageables en fonction de critères tels que la qualité de l'emprunteur, le risque de défaillance, l'échéance, le secteur et la géographie. De plus, les dérivés de crédit permettent non seulement de gérer le risque, mais aussi le capital. En vertu de Bâle II, une large gamme d'outils d'atténuation du risque de crédit sera prise en compte dans le calcul des fonds propres réglementaires ; ces outils incluent les dérivés de crédit. Les acheteurs d'instrument de couverture pourront donc réduire l'enveloppe des fonds propres exigés par la réglementation en couvrant leur risque de crédit au moyen de dérivés de crédit.

En particulier, les dérivés de crédit hâteront le processus de comptabilisation des prêts au prix du marché. Actuellement, les prêts inscrits dans les livres des banques sont estimés à leur valeur nominale sur toute la durée du prêt, tant en comptabilité externe qu'en comptabilité interne ; cependant, l'évaluation en continu du risque de crédit au moyen de dérivés de crédit permettra de plus en plus souvent aux banques d'évaluer leur portefeuille de prêts au prix du marché. Même si la comptabilité externe n'impose pas (encore) l'évaluation du portefeuille de prêts au prix du marché, il est certain que les banques exploiteront les informations qu'elles pourront tirer du marché des instruments dérivés de crédit de manière à évaluer leur portefeuille de prêts aux fins de la comptabilité interne et de l'allocation des risques. En tout état de cause, il y a fort à parier qu'agences de notation, investisseurs et actionnaires réclameront de plus en plus fréquemment aux banques une évaluation de leur portefeuille de prêts au prix du marché plutôt qu'à sa valeur historique de manière à obtenir une image à jour et plus objective de leur degré de risque véritable.

Plus généralement, les instruments de transfert du risque de crédit sont voués à modifier de fond en comble la façon dont les banques gèrent leur activité de prêt. Elles cultivaient traditionnellement des relations durables avec la clientèle de grandes entreprises, pour lesquelles elles mettaient en place des prêts qu'elles conservaient jusqu'à l'échéance. Autrement dit, les banques combinaient les fonctions d'initiateur des affaires, de fournisseurs de liquidité et d'estimateur du risque de crédit afférent à ces contrats de prêt sans oublier, pour finir, celle d'administrateur des prêts (documentation, gestion des garanties, des intérêts et des remboursements). Les dérivés de crédit mettent fin à l'unicité de ces éléments, dont chacun devient un métier distinct. En particulier, le lien qui existait auparavant entre le financement du crédit et le fait d'en assumer le risque est rompu. On voit donc, en ce qui concerne le modèle économique, que les banques passent d'une stratégie consistant à « mettre en place et conserver » des prêts à une autre démarche que l'on pourrait appeler « mettre en place, évaluer et revendre ». En poussant le raisonnement à l'extrême, elles peuvent choisir de se spécialiser dans un



segment donné de cette chaîne de création de valeur, par exemple en se bornant à mettre en place des prêts, quitte à transférer immédiatement le risque y afférent à des tiers. Certes, il faudra du temps pour qu'une telle évolution apparaisse parce que le marché des dérivés de crédit et des autres instruments de transfert du risque de crédit doit encore se développer en termes de volumes, de profondeur et de liquidité, mais il n'empêche que cette tendance est fermement enracinée et rien ne permet de croire qu'elle s'inversera.

Les dérivés de crédit offrent plusieurs avantages cruciaux par rapport aux instruments classiques de transfert des risques tels que les ventes de prêts, la syndicalisation, la titrisation et l'assurance crédit<sup>8</sup>. Tous ces avantages ont en commun le fait que les dérivés de crédit permettent au vendeur du risque de céder tout ou partie du risque de crédit en le dissociant du prêt sous-jacent.

La relation sous-jacente avec l'emprunteur n'est pas affectée, contrairement à ce qui se passe, par exemple, dans le cas de la vente pure et simple du prêt, ce qui permet à la banque de préserver sa relation avec son client. Le crédit est toujours inscrit dans les livres de la banque et l'acheteur de l'instrument de couverture continue à l'administrer.

Les dérivés de crédit représentent un risque de crédit pur et sont de plus en plus standardisés, ce qui rend le marché plus transparent et permet aux acheteurs et vendeurs de couverture de s'entendre sur le juste prix du risque de crédit inhérent à l'actif transféré plus aisément que dans le cas, par exemple, de la vente pure et simple d'un prêt complexe.

À la différence de l'assurance crédit, il existe un marché secondaire des dérivés de crédit ; autrement dit, ces produits sont négociables. Cela explique en partie le fait qu'ils séduisent un spectre d'investisseurs plus large.

Contrairement à ce qui se passe dans le cadre d'un prêt syndiqué, la banque qui a accordé le crédit demeure entièrement responsable de la relation avec l'emprunteur et ne se dessaisit pas de la moindre parcelle de son autonomie. En d'autres termes, il n'existe aucun risque que d'éventuelles divergences d'intérêts entre les membres du syndicat de prêt occasionnent des difficultés ; cette considération prend une importance particulière si le débiteur connaît des ennuis financiers.

Comme le dérivé de crédit est sans incidence sur le prêt sous-jacent, il n'entraîne pas d'obligations légales telles que, par exemple, l'autorisation du débiteur pour une vente d'actifs.

### LES RISQUES POTENTIELS

À mesure que le marché se développe, les *credit default swaps* permettront de connaître en permanence la valeur des prêts sur le marché. Les banques disposeront ainsi d'un étalon supplémentaire (en plus de leurs outils d'évaluation internes) à l'aune duquel mesurer le risque de crédit

et en fixer le prix. Il en résultera certainement une hiérarchisation des taux d'intérêt sur les prêts aux grandes entreprises plus marquée que celle que l'on a observée par le passé dans de nombreux pays.

Les *credit default swaps* confortent le lien, jusqu'à présent ténu, entre les activités de prêt traditionnelles et les marchés de capitaux. L'allocation des risques est effectuée, et leur prix est fixé, selon un processus de marché rendant la détermination de leur prix plus objective. En transférant le risque à ceux qui sont le plus à même de le supporter, les *credit default swaps* renforcent aussi la stabilité et l'efficacité du système financier. Si de nombreux indices donnent à croire que les avantages des instruments dérivés de crédit l'emportent sur leur coût et les risques qu'ils comportent, il est indéniable que la vigilance reste de mise car le marché comporte encore des faiblesses et l'on ne peut se désintéresser des répercussions que l'emploi de plus en plus fréquent des dérivés de crédit aura sur la structure des incitations auxquelles le marché des prêts est soumis<sup>9</sup>.

Plusieurs risques identifiés pour les instruments dérivés de crédit sont imputables à la relative immaturité du marché ; c'est pourquoi ils ont probablement un caractère passager. Nous les avons énumérés ci-dessous :

- *risque de documentation* : ce terme fait référence à l'éventualité où les stipulations du contrat manqueraient de précision, de telle sorte qu'il pourrait comporter des ambiguïtés. Ces dernières sont particulièrement dangereuses si elles concernent les modalités selon lesquelles il est décidé qu'un événement de crédit, tel qu'il est défini dans le contrat du produit dérivé de crédit, est survenu ou non. De fait, il est déjà arrivé à plusieurs reprises que des litiges soient survenus à ce propos. En temps normal, ces problèmes, circonscrits à l'acheteur et au vendeur de l'instrument de couverture, ne sortent pas de l'échelle microéconomique mais, lorsque des tensions apparaissent sur le marché et qu'un gros volume de contrats est concerné, le risque de documentation peut devenir une menace systémique. Cependant, comme un nombre grandissant d'acteurs du marché se tourne vers l'emploi de contrats standard ISDA (International Swaps and Derivatives Association), il semble que le risque de documentation soit secondaire aux yeux des acteurs du marché comme des autorités de surveillance<sup>10</sup> ;

- *concentration excessive du marché* : actuellement, les dérivés de crédit sont négociés par un petit nombre d'acteurs et le cercle de ceux qui interviennent continuellement sur le marché est encore plus restreint. Même aux États-Unis, pays où il est le plus mature, moins de 100 banques commerciales interviennent actuellement sur le marché. Les marchés étroits sont problématiques à plusieurs points de vue. Premièrement, il n'est pas toujours possible de trouver une contrepartie,



surtout lorsque le marché connaît des tensions. Il s'ensuit que, lorsque l'environnement de marché est difficile, la formation des prix de ces actifs manque de fiabilité. Deuxièmement, et de manière plus générale, les prix observés sur un marché étroit ne reflètent pas seulement le risque de crédit mais incluent aussi une prime de risque de liquidité ; c'est pourquoi, même dans une configuration de marché normale, les prix sont sujets à des distorsions. Troisièmement, la concentration des marchés est un motif de préoccupation parce qu'il faut bien se demander ce qui se passerait si l'un des acteurs du marché, déjà peu nombreux, se retirait ou était contraint de le faire. Quatrièmement, la concentration des marchés peut empêcher la répartition des risques que l'on souhaite et qui est la raison d'être du marché des instruments dérivés de crédit ;

- *opacité du marché* : il est essentiel, tant pour les acteurs du marché que pour les autorités de surveillance financière, de connaître la distribution des risques au sein du système financier. En outre, les acteurs du marché ont besoin de données détaillées sur la position de leurs (éventuelles) contreparties en matière de risque de manière à effectuer leurs opérations au juste prix, non seulement sur le marché des dérivés de crédit, mais aussi sur les autres (comme, par exemple, le marché interbancaire). Cependant, les indications sur le marché des dérivés de crédit dont on dispose actuellement ne sont que des données agrégées par grandes masses, et encore ne sont-elles compilées que selon une fréquence insuffisante et dans des conditions telles qu'elles n'appréhendent pas la totalité du marché. C'est pourquoi on ne peut connaître de façon sûre la position nette de certaines catégories d'intervenants du marché (par exemple les grandes banques par opposition aux petites, ou encore les banques d'un pays ou d'une région donnés), non plus que la taille du marché ou la position d'un acteur donné et l'on doit se contenter d'estimations. Les États-Unis sont le seul pays où les banques soient tenues de déclarer toutes les opérations sur produits dérivés, y compris les instruments dérivés de crédit, à l'OCC.

Aux lacunes (probablement provisoires) recensées ci-dessus, s'ajoutent deux failles structurelles plus ardues à combler et qui sont liées à l'expansion du marché des dérivés de crédit : l'altération de la structure des incitations à surveiller l'emprunteur d'origine et la structure des incitations en cas de restructuration ou d'insolvabilité de l'emprunteur.

### *Surveillance du risque de crédit*

Dans un système financier s'articulant autour des banques, ces dernières assument une fonction cruciale en surveillant le comportement des emprunteurs : lorsqu'une banque accorde un prêt, elle a tout intérêt à contrôler le comportement de son débiteur afin d'atténuer le risque que sa créance ne soit pas honorée. Cependant, lorsque le risque est



transféré au vendeur d'un instrument de couverture, la banque, en tant que détenteur originel du risque de crédit, n'est plus particulièrement intéressée à l'accomplissement de cette tâche. En principe, le contrôle par le marché, qui examine les marges de taux d'intérêt, est une alternative à celui qui est exercé par les banques. Cependant, le contrôle du débiteur au moyen des informations provenant des *spreads* sur les *credit default swaps* qui sont observés sur les marchés secondaires n'est pas encore assez fiable pour constituer un substitut acceptable en raison du manque de liquidité évoqué plus haut. C'est pourquoi il faut s'interroger sur les solutions alternatives qui permettent de surveiller les emprunteurs.

Les solutions incluent divers éléments de la conception de contrats compatibles avec des incitations et qui concourent à motiver l'acheteur de l'instrument de couverture pour qu'il surveille l'emprunteur de référence au-delà de la date de la vente. Surtout, ces solutions incorporeraient des éléments contractuels obligeant la partie qui, à l'origine, supportait le risque de crédit, à prendre à sa charge une partie du coût d'un défaut de paiement<sup>11</sup>. Cette solution a déjà été expérimentée avec ce qu'on appelle les *digital CDS*, dans lesquels la somme qui sera payée n'est pas déterminée en fonction du prix du marché, mais est fixée par avance, ou avec la mise en place d'un fonds de garantie auquel l'acheteur de l'instrument de couverture apporte une somme donnée et qui, en cas de sinistre, sera épuisé avant de faire appel au vendeur de la protection. Au surplus, les acheteurs d'instruments de couverture ont intérêt à se forger une bonne réputation en s'acquittant scrupuleusement de leurs obligations implicites, y compris la surveillance de l'entité de référence sous-jacente. En effet, une fois que l'acheteur de l'instrument de couverture a acquis des antécédents satisfaisants, le vendeur s'inquiétera moins d'un éventuel aléa moral de sa part, moyennant quoi il se contentera d'une « prime de méfiance » plus faible.

#### *Des obstacles supplémentaires à la restructuration ?*

Très souvent, lorsqu'un débiteur éprouve des difficultés à payer sa dette, il ne se retrouve pas pour autant en défaut de paiement pur et simple mais doit restructurer son prêt, par exemple en allongeant sa durée ou en différant le paiement des intérêts ou du principal. Les conditions de cette restructuration sont déterminées conjointement par l'emprunteur et son ou ses créanciers.

Cependant, si une banque créditrice est protégée par un *credit default swap*, elle aura nettement moins intérêt à s'engager dans une restructuration négociée<sup>12</sup>. Une banque qui, sur le papier, reste créancière mais s'est défaussée du risque de crédit sur des tiers au moyen d'instruments de transfert du risque de crédit peut, à tout le moins, ne plus prêter



qu'une attention distraite à la résolution du problème. En effet, les acheteurs d'instruments de protection peuvent avoir davantage intérêt à constater la défaillance de l'emprunteur et le déclarer en défaut qu'à participer à une restructuration. Les incitations auxquelles ils sont soumis dépendent cependant de la méthode convenue pour le paiement. Dans le cas d'un règlement par livraison de l'actif physique, l'actif de référence est transféré au vendeur de l'instrument de protection lorsque l'événement de crédit se produit. Ainsi, le créancier est incité à veiller à ce que l'entité de référence en question se rétablisse. Autrement dit, si la relation entre le créancier et le débiteur d'origine ne fonctionne plus correctement, une nouvelle relation est instaurée, dans laquelle le vendeur de l'instrument de protection devient le créancier.

Au contraire, dans le cas du règlement en espèces, l'acheteur de l'instrument de couverture reçoit du vendeur la différence entre le prix du marché actuel et la valeur faciale de la dette. Dans ce cas, le créancier d'origine a peu de raisons de coopérer avec le débiteur pour parvenir à une restructuration mutuellement acceptable. En fait, il peut arriver, dans les situations extrêmes, que le créancier soit incité à se comporter de manière opportuniste et à provoquer délibérément un événement de crédit, par exemple en refusant de proroger un prêt. Le règlement en espèces évite au créancier d'origine de subir une perte, et il a même intérêt à soutirer le remboursement le plus élevé possible à l'entité de référence en cas de restructuration.

Mais, même si le créancier d'origine ne se désintéresse pas du sort du débiteur originel, il subsiste une faille, qui est due à l'élargissement du spectre des créanciers, lequel est susceptible de rendre la restructuration plus ardue et coûteuse. Les dérivés de crédit peuvent transférer le risque à des parties qui, contrairement aux banques, n'ont pas l'expérience des restructurations ou sont moins intéressées que les banques à un long processus de restructuration. Dans ce cas, un comité des créanciers, formé pour trouver une solution viable, peut se révéler inopérant. Les créanciers qui n'ont pas de relation avec le débiteur ne sont pas soumis aux incitations appropriées pour le type d'accords qui, historiquement, ont marqué les restructurations de dettes. De plus, comme les dérivés de crédit sont négociables, ils peuvent changer fréquemment de propriétaire, non seulement en temps normal, mais aussi lorsque des tensions existent. Dans ce cas, les créanciers faisant preuve de sens des responsabilités peuvent ne pas savoir avec certitude avec qui ils doivent coopérer.

Jusqu'à présent, le danger d'une conduite opportuniste des vendeurs de couverture n'a été que théorique car jamais un tel comportement n'a été observé. En fait, il est peu plausible qu'il se généralise parce que ces incitations problématiques sont de plus en plus fortement contrées par



les instruments mentionnés plus haut, qui sont conçus de manière à impliquer le créancier originel dans une crise. En revanche, le risque que la population des créanciers devienne plus diverse et que, à l'avenir, elle inclue des créanciers qui manquent d'expérience ou de compétence ou qui se désintéressent d'un long processus de restructuration, est réel.

### *BÉNÉFICIAIRES DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT*

Nonobstant les risques décrits plus haut, toutes les parties prenantes retireront des avantages non négligeables des dérivés de crédit. À l'échelon macroéconomique, la stabilité globale des marchés financiers est confortée par ces instruments. Le volume global des risques de crédit sur les marchés financiers peut diminuer grâce à l'emploi de dérivés de crédit si les vendeurs d'instruments de protection n'ont pas la même capacité de supporter les risques y afférant du fait de différences dans la structure des portefeuilles et des corrélations. Si le vendeur de protection peut acheter un risque à un prix plus faible que le prêteur originel, le coût total du risque diminuera. De ce fait, les dérivés de crédit peuvent abaisser le coût du crédit et exercer une influence stabilisatrice sur les diverses entités ainsi que sur les marchés financiers dans leur ensemble<sup>13</sup>. En outre, l'efficacité des marchés financiers a tendance à augmenter parce que les dérivés de crédit sont un nouvel instrument financier engendrant un droit particulier à paiements dans une situation définie à l'avance. De ce fait, les marchés de capitaux sont plus complets.

Au niveau microéconomique, ce sont, à première vue, les petites banques spécialisées dans certains secteurs ou marchés régionaux qui ont le plus à gagner aux dérivés de crédit. Après tout, avant leur invention, une banque régionale n'avait guère la possibilité d'exploiter à plein le potentiel de sa région en matière de crédit alors même qu'elle disposait d'un avantage concurrentiel parce qu'elle possédait les compétences pointues qui sont nécessaires pour évaluer les emprunteurs locaux qui, pour la plupart, ont une surface modeste. En effet, en accroissant leur encours de prêts locaux, les petites banques risquent de concentrer les risques parce que, dans un portefeuille de prêts locaux, les divers actifs qui le composent sont fortement corrélés entre eux. Les stratégies classiques visant à éviter une forte concentration des risques sont le refus d'accorder des crédits supplémentaires, l'exigence de taux d'intérêt plus élevés et la revente de prêts à des tiers. Ces méthodes peuvent toutefois nuire à la relation entre le prêteur et l'emprunteur et engendrer un phénomène de sélection adverse. Au contraire, les dérivés de crédit permettent aux petits établissements d'accroître leur capacité de prêt et de mieux exploiter le potentiel de leur marché régional dans ce domaine. Grâce à ces instruments, les petites banques ont la possibilité de dissocier le couple risque/rentabilité de la composition de leur activité et d'aligner



ce couple risque/rentabilité sur celui des grandes banques très diversifiées. Par conséquent, les dérivés de crédit devraient sensiblement améliorer le statut concurrentiel des petites banques spécialisées. C'est pourquoi, en raison de la position plus solide des petites banques, la concurrence dans les prêts aux entreprises devrait s'intensifier<sup>14</sup>.

Malheureusement, une partie des avantages considérables que les petites banques pourraient en retirer est plutôt théorique et, jusqu'à présent, elle n'a pu se concrétiser. Leur position sur le marché est assez fragile parce que le marché des dérivés de crédit est très concentré. Les grandes banques, jouissant d'une position dominante, ont généralement des possibilités plus étendues d'acquérir des compétences pointues, un outil technique et un savoir-faire dans la gestion des instruments dérivés. Par exemple, si une banque désire profiter de la diversification découlant de l'achat de risques externes, elle a besoin d'une gestion de portefeuille qui fonctionne bien. Comme les banques spécialisées ne disposent pas de données propres sur les portefeuilles de prêts dans les régions « étrangères », elles peuvent être obligées de recourir à des ersatz pour déterminer les caractéristiques de risque et de rentabilité de ces portefeuilles, ce qui rend délicat un calcul précis de l'incidence de la diversification sur l'ensemble de leur portefeuille de prêts. L'asymétrie de l'information entre l'acheteur et le vendeur de protection est un sérieux obstacle à l'emploi fréquent de dérivés de crédit par les petites banques. Ces dernières prêtent généralement à de petites et moyennes entreprises, lesquelles ne sont ni notées par les agences d'évaluation financière, ni soumises à des obligations de divulgation telles que les tiers puissent accéder à des informations suffisantes pour évaluer leur risque de défaillance. En d'autres termes, leur solvabilité n'est pas évaluée par le marché. Il en résulte, premièrement, un problème de sélection adverse pour le vendeur de protection, qui n'est pas en mesure d'évaluer exactement le risque qu'il a l'intention d'acheter. Deuxièmement, l'emploi de dérivés de crédit par les petites banques soulève des difficultés d'évaluation et des incertitudes supplémentaires à cause de l'aléa moral décrit ci-dessus. C'est pourquoi, bien que les coûts qui en découlent paraissent minimes au regard des avantages de la diversification, ils pourraient encore interdire aux petites banques d'utiliser intensivement les dérivés de crédit ou, à tout le moins, empêcher qu'ils ne soient employés par un grand nombre de ces acteurs du marché potentiels. Globalement, les banques spécialisées sont celles qui ont le plus à gagner à l'emploi de dérivés de crédit, mais elles ont aussi à surmonter les obstacles les plus grands pour en tirer profit. C'est pourquoi, dans l'immédiat, elles resteront des acteurs marginaux.

Les grandes banques qui offrent une large gamme de produits bancaires différents à diverses branches dans un grand nombre de régions



sont généralement à la tête d'un portefeuille de prêts plus diversifié. C'est pourquoi elles ont moins besoin de transférer des risques que celles de plus faible taille. Néanmoins, le profil risque/rentabilité des grandes banques peut, lui aussi, être amélioré de façon systématique par la diversification des risques. Leur concentration peut être atténuée en échangeant des risques de crédit contre des risques dont la corrélation avec le portefeuille existant est moindre. En d'autres termes, la rentabilité d'un portefeuille de prêts peut être améliorée par l'acquisition de nouveaux risques sans que le risque total augmente pour autant. Les dérivés de crédit sont donc un bon moyen d'optimiser les caractéristiques des portefeuilles de prêts des grandes banques. En outre, la structure des prêts de ces dernières favorise l'emploi de dérivés de crédit : la plupart des emprunteurs faisant appel aux grandes banques sont de grandes entreprises privées ou des organismes étatiques faisant généralement l'objet d'une notation ou qui, à tout le moins, sont bien connus. C'est pourquoi l'asymétrie de l'information qui existe entre petites et moyennes entreprises et petites banques est beaucoup moins prononcée dans la clientèle de grandes entreprises. Au surplus, les grandes entreprises clientes contractent généralement leurs emprunts auprès des grandes banques ; c'est pourquoi ces dernières ont d'emblée un réservoir d'actifs sous-jacents plus vaste. En outre, les grandes banques ont mieux su acquérir le savoir-faire et les infrastructures techniques nécessaires pour effectuer des opérations sur les dérivés de crédit. De ce fait, elles remplissent mieux que les petites les conditions préalables à des opérations réussies sur ces produits.

De son côté, la clientèle des banques profite de ce que, en principe, ces produits dérivés accroissent la capacité de prêt des banques. Comme la vente de ces produits tend à réduire le volume des fonds propres dont les banques ont besoin, les fonds propres ainsi libérés peuvent être consacrés à des activités supplémentaires comme l'octroi de prêts aux grandes entreprises. Puisque, dans de nombreux pays, les banques sont acheteurs nets d'instruments de couverture, le secteur bancaire est mieux à même de faire face à de nouveaux risques, de telle sorte que le volume total des prêts aux grandes entreprises, pour ne citer qu'un exemple, peut augmenter, encore que ce ne soit pas automatique parce que l'octroi de prêts dépend de divers paramètres tels que la demande de crédit, la conjoncture économique générale...

On notera que l'aptitude des banques à assumer de nouveaux risques peut s'accroître même si les risques ne sont transférés qu'à l'intérieur du secteur bancaire, c'est-à-dire s'ils ne sont pas reportés sur d'autres composantes du système financier. Le profil de risque et de rentabilité d'un portefeuille de prêts devient plus favorable si la corrélation entre les divers risques diminue grâce à l'effet de diversification mentionné



ci-dessus. Par conséquent, les risques sont transférés à d'autres acteurs du marché et, en définitive, ils sont réduits non seulement pour la banque qui les cède, mais aussi pour l'ensemble du secteur bancaire.

Globalement, l'expansion spectaculaire du marché des dérivés de crédit entraînera des changements significatifs dans la gestion du portefeuille de crédit des banques ainsi que sur l'ensemble du marché du crédit. À l'échelon microéconomique, l'emploi de ce type d'instruments offre des débouchés supplémentaires, tant à l'activité de prêt des banques spécialisées qu'aux grandes banques universelles qui y voient un moyen de recentrer leur stratégie. Les dérivés de crédit concourent déjà à une gestion plus efficace des risques aux niveaux tant micro que macroéconomique. Au fil du temps, de manière plus générale, leur emploi, couplé à celui des autres outils de transfert du risque de crédit, aboutira à une transformation fondamentale du modèle économique de l'activité de prêt qui, alors qu'il privilégiait traditionnellement la production et la conservation des prêts, évoluera vers un modèle consistant à produire des prêts pour les revendre. Quelques lacunes provisoires doivent encore être comblées, mais au bout du compte les marchés financiers y gagneront une plus grande stabilité et une plus grande efficience.

### NOTES

1. Cf. Puffer (2004), p. 53 ; Heide / Mangels (2004), p. 33.
2. Cf. Effenberger (2004), p. 2 ; FitchRatings (2004), p. 2.
3. Cf. Effenberger (2004), p.6.
4. Cf. FitchRatings (2004), p. 6.
5. Cf. FitchRatings (2004), p. 10.
6. Cf. Schuermann (2004), p. 4.
7. On trouvera dans les p. 126 et suivantes de la Rule (2001) un exposé sur le traitement des produits dérivés de crédit au regard de la réglementation bancaire.
8. Voir également OCDE (2002), p.163.
9. Voir l'exposé dans le *Committee on Global Financial Stability* (2003).
10. Cf. Joint Forum (2004), p.2.
11. Cf. Effenberger (2003), p.12.
12. Cf. *Committee on the Global Financial System* (2003) (Comité sur le système financier mondial), p.16.
13. Cf. Deutsche Bundesbank (2004), p. 44.
14. Cf. Effenberger (2003), p. 6.

## BIBLIOGRAPHIE

- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2003), « Credit risk transfer », Bâle.
- EFFENBERGER Dirk (2003), « Credit derivatives : Implications for credit markets », in: Deutsche Bank Research, paru le 10 juillet 2003 dans *Frankfurt Voice*.
- EFFENBERGER Dirk (2004), « Credit derivatives: effects on the stability of financial markets » in: Deutsche Bank Research, paru le 9 juin 2004 dans *Current Issues*.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2004), « Credit risk transfer instruments: their use by German banks and aspects of financial stability », paru en avril 2004 dans *Monthly Report* (pp. 27-44).
- FITCHRATINGS (2004), « Global Credit Derivatives Survey », 7 septembre 2004.
- HEIDE Harald, MANGELS Thomas (2004), « Kreditrisiken mit innovativen Finanzinstrumenten managen », paru dans l'édition du mois d'août de *Bankmagazin* (pp. 32-34).
- JOINT FORUM (2004), « Credit Risk Transfer », Bâle.
- OCDE (2002), « Risk Transfer Mechanisms: Converging Insurance, Credit and Capital market »; paru dans l'édition de juin de *Financial Market Trends* (n° 82, pp.151-181).
- PUFFER Manfred (2004), « Einsatzmöglichkeiten von Kreditderivaten », in : Gerke, Wolfgang, *Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements*, Stuttgart (pp. 51-60).
- RULE David (2001), « The credit derivatives market : its development and possible implications for financial stability », Bank of England, *Financial Stability Review*, juin (pp. 117-140).
- SCHUERMANN Til (2004), « Why Were Banks Better Off in the 2001 Recession? » in: *Current Issues*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 10, N° 1 (pp.1-7).

