

TRANSFERT DU RISQUE CRÉDIT : DE L'INGÉNIOSITÉ BANCAIRE À L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE

CATHERINE LUBOCHINSKY

Professeur, université Paris II

La gestion du risque de défaut autre que par le principe de mutualisation dans les bilans ne constitue pas une innovation financière récente : la titrisation des prêts hypothécaires américains date de 1970 avec l'émission, par la Government National Mortgage Association (GNMA), des premiers mortgage-backed securities (MBS) ; l'apparition d'un marché secondaire des prêts bancaires, peu après la crise d'endettement des pays d'Amérique latine (1982), fut l'une des techniques utilisées par les banques commerciales pour redistribuer entre elles le risque crédit sur ces pays ; puis l'apparition des Brady bonds en 1989 ne fut que la titrisation de ces prêts sous forme d'obligations. L'innovation récente ne concerne donc pas la gestion du risque de crédit par transfert de l'actif sous-jacent mais son transfert synthétique par les dérivés de crédit. Ce sont ces derniers qui ont permis un recours massif au transfert de ce risque.

D'un encours notionnel de quelques centaines de millions de dollars fin 1999, les dérivés de crédit dépassent les 50 000 milliards de dollars mi-2007, dont plus de 45 000 milliards pour les

credit default swaps (BRI ¹, 2007) ! L'accélération de leur développement ne date cependant que de 2004, année où l'International Swap and Derivatives Association a standardisé leur documentation juridique.

Taille relative des dérivés de gré à gré de crédit (Encours en Mds USD)

	Positions fin juin 2004		Positions fin juin 2007	
	Encours notionnel	Valeur demarché	Encours notionnel	Valeur demarché
Dérivés de crédit	4 474	131	51 095	906
Forwards et swaps	3 842	...	49 974	...
Credit Default Swaps	...	...	45 179	768
Single name	...	...	25 104	430
Multi name	...	...	20 075	338
Options	631	...	1 121	...

Source : BRI

Comme tout instrument financier permettant d'adapter le niveau et le type de risque à ceux souhaités, les instruments de transfert du risque crédit facilitent la diversification des risques portés par les banques et donc contribuent *a priori* à l'efficacité des systèmes financiers dans leur ensemble car tous les agents économiques en profitent. Cependant, si mal évalués ou mal gérés ces instruments peuvent engendrer un accroissement de l'instabilité financière ou du risque systémique, il devient nécessaire de s'interroger sur le bénéfice net attendu. Or, dans un article prémonitoire, Allen & Carletti (2006) montrent que si les banques courent un risque de liquidité qu'elles couvrent sur le marché interbancaire, le transfert du risque de crédit peut entraîner un effet de contagion entre le secteur bancaire et le secteur des assurances et, de ce fait, engendrer un risque systémique. Les événements récents confortent cette analyse : le total des pertes et dépréciations annoncées par les banques à la suite de la crise des « *subprimes* » et de la crise de liquidité s'élève à 312 milliards de dollars entre début 2007 et fin avril 2008 (source Bloomberg). Les sociétés d'assurances révèlent d'importantes dépréciations (AIG annonce 9 milliards de dollars de dépréciations sur produits dérivés adossés à des créances hypothécaires pour le premier trimestre 2008). Aussi bien les grandes banques internationales que certaines entreprises d'assurances doivent dans l'urgence procéder à des augmentations de capital². Les autorités s'interrogent sur l'efficacité de la régulation bancaire et financière...

Le risque crédit

■ D'une efficacité accrue de la gestion du risque à une nouvelle classe d'actifs

Les garanties accordées par les banques ou les sociétés d'assurances sont les formes les plus simples de gestion du risque de défaut d'un débiteur ; mais, depuis les années soixante-dix, les modalités de gestion de ce risque ont

profondément évolué.

La première évolution est celle qui a consisté à transférer les actifs détenus par les banques. Tout d'abord en vue de favoriser l'accès à la propriété des ménages américains, le GNMA (*Government National Mortgage Association*) a été créé pour porter les créances hypothécaires bancaires en se finançant par l'émission d'obligations « garanties » par ces créances. Apparaissent ainsi les *mortgage-backed securities* ou *collateralized mortgage obligation* dont l'encours dépasse, pour les États-Unis, les 7 000 milliards de dollars fin 2007.

La technique de titrisation des créances s'est elle-même diversifiée en s'appliquant à tout type de créance bancaire permettant ainsi aux banques d'accroître leur effet de levier puisque, pour un même volume de fonds propres, elles peuvent accroître leur activité autant que la demande de crédit l'autorise. La titrisation des créances permet donc aux banques de ne plus supporter ni le risque de taux d'intérêt (pour les crédits à taux fixe) ni le risque de crédit de l'emprunteur. Les banques, censées être les plus à même de gérer les risques, ont transféré ceux-ci aux investisseurs des *asset backed securities*. Les crédits initialement générés ne rapportent finalement « que » des commissions d'origination, de structuration et de placement. C'est le *business model* appelé *originate to distribute* !

La deuxième évolution de la gestion du risque de crédit se produit au cours des années quatre-vingt-dix avec l'apparition des dérivés de crédit. Les *credit default swaps* sur débiteur unique ou débiteurs multiples (et autres variations sur ce thème) et les *total return swaps* en sont les principaux. Dès 2003, les institutions financières françaises achètent de la protection à hauteur de 54,4 % *via* ces dérivés de crédit contre 41,7 % *via* des garanties classiques (Banque de France, 2004). Le processus d'innovation s'est ensuite développé avec l'émission de titres combinant titrisation de crédits bancaires et dérivés de crédit avec les *collateralized debt obligations* synthétiques, voire les CDO de CDO (dits CDO « *squared* »), vendus en tranches plus ou moins risquées (la tranche *equity* étant la plus risquée puisque lui sont imputées les premières pertes liées au

défaut). C'est sans doute à ce stade que la mécanique s'est emballée. Le degré de complexité atteint par ces produits se heurte à une modélisation qui, aussi sophistiquée qu'elle soit, trouve ses limites dans les hypothèses initiales utilisées, en particulier sur la corrélation des défauts.

Pourquoi un tel engouement envers ces produits dérivés ? Les gains en termes d'efficacité et de rendement sont nombreux. Ils permettent de transférer le risque crédit sans transfert de l'actif sous-jacent, donc de réduire la concentration du risque de défaut en permettant de répondre aux besoins des gros emprunteurs (ce qui peut remplacer la syndication des prêts bancaires). À l'inverse, les acheteurs de risque (vendeurs de protection) améliorent la diversification de leur portefeuille, voire peuvent faire de l'effet de levier sur un crédit spécifique. Non seulement ces dérivés de crédit permettent ainsi une gestion active de portefeuille à moindre coût, mais ils permettent également de prendre des positions en cas d'anticipation de détérioration des risques et/ou d'augmentation de l'aversion au risque crédit. Dans la mesure où ils donnent accès à un risque crédit d'un actif pour certains intervenants non disponible, ils sont devenus une classe d'actifs à part entière, et ce, d'autant plus qu'ils permettent de structurer n'importe quel produit, *i.e.* d'obtenir le couple rendement/risque souhaité.

Les risques liés à la complexité des dérivés de crédit

■ De l'opacité à l'instabilité financière

Les dérivés de crédit comportent trois aspects potentiellement déstabilisateurs pour le système financier. Ils posent, tout d'abord, du fait de leur complexité et de l'instabilité des corrélations des

défauts, des problèmes d'évaluation et de gestion des risques qui leur sont propres. Il existe un risque de modèle et les résultats sont très sensibles aux hypothèses (sans évoquer le risque opérationnel généralement non pris en compte). Or, la gestion des risques ne relève pas d'une science exacte, les modélisations sont basées sur les comportements passés des marchés et des données historiques, ce qui ne préjuge pas de manière infaillible de l'évolution future. Il n'existe pas encore de modèle standard. Le rapport BRI (2008) s'interroge par ailleurs sur la véritable compréhension des risques par les divers intervenants sur ce marché. Les acheteurs de protection sont-ils conscients qu'ils ne font que de la substitution de risque ? Ils sont exposés à un risque opérationnel important et surtout à un risque de contrepartie ! C'est hélas le même genre d'erreur que commettent les banques : le fait d'oublier de transférer le risque de taux d'intérêt sur les ménages, en leur accordant des prêts à taux variable, réduit certes leur exposition au risque de taux mais augmente le risque de défaut de ces débiteurs... Les banques ont un avantage comparatif indéniable dans la gestion des risques, en particulier le risque de crédit dû aux asymétries d'information. Transférer le risque crédit ne fait que transférer ces asymétries d'information à des investisseurs qui n'ont pas de lien avec les emprunteurs. Certes, les agences de notation sont censées procurer au marché ce type d'information mais la crise financière récente a mis en exergue les faiblesses de leur système de notation (comme, par exemple, elles ont surestimé le taux de recouvrement des pertes en cas de défaut sur les créances hypothécaires). En particulier, l'aspect critique de l'évaluation des CDO, à la différence de la titrisation simple, est que le couple rendement/risque est très différent d'une tranche à l'autre (entre une tranche *super-senior* et une tranche *equity*, le risque peut varier de 1 à 30). Il existe donc une valeur théorique pour chaque tranche mais dont le prix de marché peut s'éloigner car leur marché secondaire est peu liquide. Et quand se greffe une crise de liquidité, ce prix va surréagir et s'éloigner véritablement de sa valeur fondamentale.

Le deuxième aspect problématique est dû au fait que les dérivés de crédit se négocient de gré à gré et,

comme pour les dérivés financiers de gré à gré, le degré de concentration des intervenants est assez élevé : une vingtaine de banques internationales sont actives mais sept à huit grandes banques internationales en sont les principaux acteurs. Cela génère deux risques importants : d'une part, un risque de liquidité et, d'autre part, un risque systémique. Le risque de liquidité apparaît si l'un des principaux participants se retire de ce segment d'activité, risque accentué pour les vendeurs d'options (certains risques sur vente d'options ne pouvant être gérés que dynamiquement par l'achat d'options d'où un nouveau risque de liquidité). Dans le cas d'un défaut de l'un des principaux participants, les conséquences peuvent être systémiques. Certes, le recours à des garanties (*collateral*) sur ce marché est quasi systématique mais son efficacité peut être singulièrement réduite si une contrepartie détient de grosses positions sur un marché peu liquide. Il est donc nécessaire de limiter la taille brute des positions.

Enfin, l'un des problèmes majeurs a été la délocalisation du risque crédit hors du système bancaire vers des établissements plus ou moins soumis à une régulation bancaire. Ce transfert des risques crédit, sans grande transparence quant aux porteurs ultimes des risques, a certainement contribué à accroître l'instabilité du système financier. Les banques ont créé des entités hors-bilan, tels que les conduits et les *structured investment vehicles* (SIV) dont l'actif est composé de créances titrisées, de produits structurés et de dérivés de crédit, et le passif d'émissions classiques de papier commercial ou de titres à moyen terme. Ce mécanisme a permis aux banques de ne pas divulguer aux régulateurs et aux investisseurs l'ampleur de leur exposition au risque crédit : ces entités étant structurées de telle sorte qu'aucune banque ne détienne la majorité du risque et du rendement, la consolidation des comptes n'était pas requise par les normes comptables IFRS³ et US GAAP⁴. Comme les banques garantissent par ailleurs le risque de liquidité (de refinancement) de ces entités, jusqu'à 100 % pour les conduits, à 364 jours pour éviter le coût en fonds propres, ces banques ont donc

conservé de manière ultime les différents risques dans l'opacité la plus totale. Il est ainsi anormal que ces entités ne soient pas soumises à l'obligation de transparence et à une régulation prudentielle. L'étude du Joint Forum de la BRI (2008) constate que ce sont les *hedge funds* qui détiennent les tranches les plus risquées des produits structurés et sont des vendeurs nets de protection *via* les dérivés de crédit. Or, les *hedge funds* sont également connus pour leur manque de transparence ! Les autres principaux vendeurs de protection sont les sociétés d'assurances, dont les *monoliners* qui, fin 2006, assuraient un montant nominal de 2 500 milliards de dollars (dont 800 millions de titres structurés). Les banques et les investisseurs ont oublié que la garantie fournie par ces assureurs n'avait de valeur que celle de solidité financière.

Les défis des régulateurs dans une sphère financière d'une interdépendance accrue

Alan Greenspan affirmait en mai 2005, dans une vision typiquement anglo-saxonne, que les entités non régulées telles que conduits, SIV et autres véhicules sont soumises à la discipline de marché qui est plus efficace pour celles-ci que pour les banques. De ce fait, l'autorégulation « *s'est avérée bien meilleure pour contraindre une prise de risque excessive qu'une régulation publique* », sauf en cas de problème d'aléa de moralité comme par exemple une garantie d'État accordée à une dette privée. Il semble qu'une telle vision de la discipline de marché et de son efficacité doive être maintenant relativisée...

En particulier, dans la mesure où l'interdépendance entre différents types d'institutions bancaires et financières est avérée, les régulateurs et superviseurs de ces types d'institutions, nationaux et internationaux,

doivent se coordonner afin que les arbitrages de réglementations comptables et prudentielles ne soient plus possibles.

Notes

1. *Banque des règlements nationaux*
2. *La recapitalisation des institutions financières dépasse les 200 milliards de dollars pour les cinq premiers mois de 2008, celle prévue pour AIG s'élève à 12,5 milliards de dollars*
3. *International Financial Reporting Standards*
4. *Generally accepted accounting principles in the United States*

Bibliographie

ALLEN, F ; CARLETTI, E., « Credit risk transfer and

contagion », *Journal of Monetary Economics*, 53, 2006, pp. 89-111.

BANQUE DE FRANCE, « Results of the French market survey of credit risk transfer instruments », *Financial Stability Review*, n° 4, June, 2004.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, 2007.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, Credit risk Transfer - Developments from 2005 to 2007, Basel Committee on Banking supervision, The Joint Forum, April, 2008.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, Global Financial Stability Report, avril, 2008.

GREENSPAN, A., Remarks on Risk Transfer and Financial Stability, Annual Conference on Bank Structure, Federal Reserve Board of Chicago, May 5, 2005.

