

Marché

Le développement des dérivés de crédit se confirme

En dépit des inquiétudes qu'ils suscitent, les dérivés de crédit poursuivent leur progression. Celle-ci engendre une meilleure gestion des risques de crédit et le développement du trading de risque de crédit. Pour suivre ces évolutions, les banques sont contraintes de revoir leurs organisations.

LA DERNIÈRE PUBLICATION PAR la British Bankers Association portant sur le marché des dérivés de crédit à fin 2002 fait ressortir trois points. En termes de volumes, l'accroissement exponentiel du marché est confirmé : les encours des produits sont passés de 180 milliards de dollars en 1987 à près de 2 000 milliards à fin 2002 et l'encours estimé à fin 2004 serait de l'ordre de 5 000 milliards, soit un accroissement de 250 % sur l'année à venir.

La liquidité du marché s'améliore, particulièrement celle des *Credit default swap* (CDS) sur les principaux émetteurs traités au niveau international avec un accroissement significatif du nombre d'établissements détenant des dérivés de crédit qui a dépassé les 400 dès juin 2002.

En termes d'intervenants, le marché reste largement interbancaire, puisque 52 % des acheteurs de protection et 39 % des vendeurs de protection sont des banques.

Cet accroissement significatif du marché dérivé du risque de crédit a suscité de nombreuses inquiétudes auprès des investisseurs, des régulateurs et des agences de notation, la plus spectaculaire ayant été exprimée par Warren Buffet qui a qualifié les dérivés « d'armes de destructions massives ».

DEUX MOTIFS D'INQUIÉTUDE

Ces inquiétudes s'expliquent principalement par deux raisons : la première est la difficulté à ce jour de dresser une cartographie globale des transferts de risque de crédit en général, et plus particulièrement ceux réalisés par le biais des dérivés de crédit. La deuxième est liée à l'hétérogénéité des intervenants sur ce marché. En effet, certains secteurs dont les contraintes réglementaires ne sont pas nécessairement comparables à celles des banques deviennent originateurs de risques de crédit. On pense notamment aux *hedge funds*, aux entreprises industrielles et même aux maisons de titres et aux compagnies d'assurance.

De plus, l'agence de notation Fitch a relevé « l'opacité du marché » à travers un premier sondage réalisé auprès d'un panel significatif d'intervenants : ainsi « sur les 200 questionnaires envoyés, seuls 147 établissements ont répondu, et sur ces réponses, 6 % sont jugées de faible qualité ».

LES RÉGULATEURS SE MOBILISENT

Face à l'accroissement exponentiel des encours, à la relative « jeunesse » de ce marché et à la perception d'un manque de transparence,

les régulateurs se mobilisent de manière active depuis un an. Deux initiatives marquent cette mobilisation accrue.

Le 10 décembre 2002, un décret publié au *JO* autorise les Sicav et FCP de droit français à utiliser les dérivés de crédit à condition de pouvoir démontrer la maîtrise des risques associés. La législation française est ainsi la première à clarifier le contexte réglementaire de son industrie de « gestion d'actifs » sur la question des dérivés de crédit.

Par ailleurs, les régulateurs des places financières mondiales se sont réunis fin mars sous l'égide du comité CGFS (*Committee on the global financial system*) de la Banque des règlements internationaux pour examiner le développement et l'impact des nouveaux instruments de transfert de risque de crédit sur le système financier. Ils envisagent de dresser pour septembre 2003 une vision globale et analytique du marché.

Le fonctionnement actuel du



NAJI FREIHA
Manager
PricewaterhouseCoopers



RAMI FEGHALI
Senior manager
PricewaterhouseCoopers

1. La centralisation des ordres sur dérivés de crédit

Ce type d'organisation permet :

- de donner les moyens au département de gestion de portefeuille et à l'ensemble des autres desks et services, d'agir sur le crédit en choisissant le support le plus adapté;
- de présenter une offre client intégrée cash/dérivés en interne et en externe avec des avantages en termes de souplesse et de marge;
- de faire correspondre les ordres internes et externes en évitant les situations d'auto-arbitrage;
- de bénéficier au mieux et de la manière la plus rapide des poches de liquidité entre le *credit trading* et les CDS, et de monter les arbitrages adéquats;
- de bénéficier de l'information la plus complète sur le prix du risque de crédit et de la communiquer à l'ensemble de la structure;
- de pouvoir consolider les engagements cash et dérivés et de mettre en place un système de contrôle intégré de ces engagements : par exemple, par le biais de limites globales à partager par les desks CDS et le desk trading obligataire.

marché des dérivés de crédit tempère cependant ces inquiétudes récentes. D'une part, la taille du marché de dérivés de crédit reste relativement faible malgré des taux d'accroissement spectaculaires : ils représentent 2 % seulement du marché total des produits dérivés (75 % pour les produits dérivés de taux d'intérêt et 20 % pour les produits dérivés de taux de change). D'autre part, de l'avis de nombre de spécialistes et de régulateurs, dont Alan Greenspan, ce marché a parfaitement fonctionné dans des conditions qui s'apparentent à de vrais scénarios de stress avec de multiples chocs successifs d'événements de crédit majeurs tels ceux

“ Seul 9 % du volume des dérivés de crédit émis par les banques sert à la couverture de leurs propres positions. ”

d'Enron, de Worldcom, de l'Argentine, de Swissair, etc., notamment, « en permettant de mutualiser les risques entre les différentes banques et des banques vers les compagnies d'assurance, vers des fonds de pensions et vers d'autres intervenants ».

Il semble en réalité que les in-

quiétudes exprimées portent essentiellement sur un phénomène plus vaste : la « marchésation du crédit » dont les dérivés de crédit constituent un formidable catalyseur.

GESTION DYNAMIQUE DU RISQUE DE CRÉDIT...

Le développement des dérivés de crédit s'appuie sur deux types de facteurs étroitement liés. Le premier est l'évolution globale vers une gestion dynamique des risques de crédit du bilan des banques, dont l'origine se trouve dans le développement de mesures de performances ajustées des risques et des contraintes d'utilisation optimale du capital. Le second facteur est le développement d'un véritable marché de *trading* de risque de crédit, standard et liquide.

L'importance croissante du suivi des risques et de l'appréciation de la performance sur la base de la rentabilité ajustée des risques a des impacts majeurs sur les activités les plus consommatrices en fonds propres que sont les métiers de crédit au sens large (le risque de crédit porte sur 60 à 80 % des fonds propres économiques des banques).

Face à ces enjeux, on a vu apparaître, au sein des établissements, des équipes de *portfolio management* qui ont pour mission d'analyser et d'appréhender les risques au niveau de l'ensemble du bilan de la banque, afin de faire évoluer leur profil en intervenant sur le marché du crédit. Dans cet environnement où la gestion proactive des risques et du capital prend une dimension stratégique pour la rentabilité des institutions, les dérivés de crédit constituent des outils privilégiés qui permettent d'optimiser le capital économique et réglementaire, en offrant, par exemple, des couvertures pour des transactions spécifiques affectant significativement le bilan, de gérer la concentration des portefeuilles en utilisant les dérivés de crédit comme support de transfert ou d'origination de nouveaux risques, de gérer le profil de risque sans mouvement de fonds profitant ainsi de la flexibilité et de la souplesse des produits dérivés et en préservant la relation commerciale avec les emprunteurs.

... ET TRADING DE CRÉDIT

L'intervention de ces cellules de gestion de portefeuille sur le marché participe au phénomène de « marchésation » du crédit et aux profonds changements des activités de *trading* de risque de crédit. Les dérivés de crédit représentent une extension naturelle des produits de dette négociables traditionnels. Ces instruments dérivés sont en voie de constituer la source d'information première du prix du risque de crédit et permettent par leur standardisation et leur universalité de couvrir une gamme toujours plus large de sous-jacents et de maturités. Les dérivés de crédit fournissent un support qui génère de la liquidité dans le marché du prix du risque de crédit. Les évolutions du marché du cash sont si influencées par le comportement des dérivés de crédit que certains dénoncent et s'inquiètent de cette volatilité im-

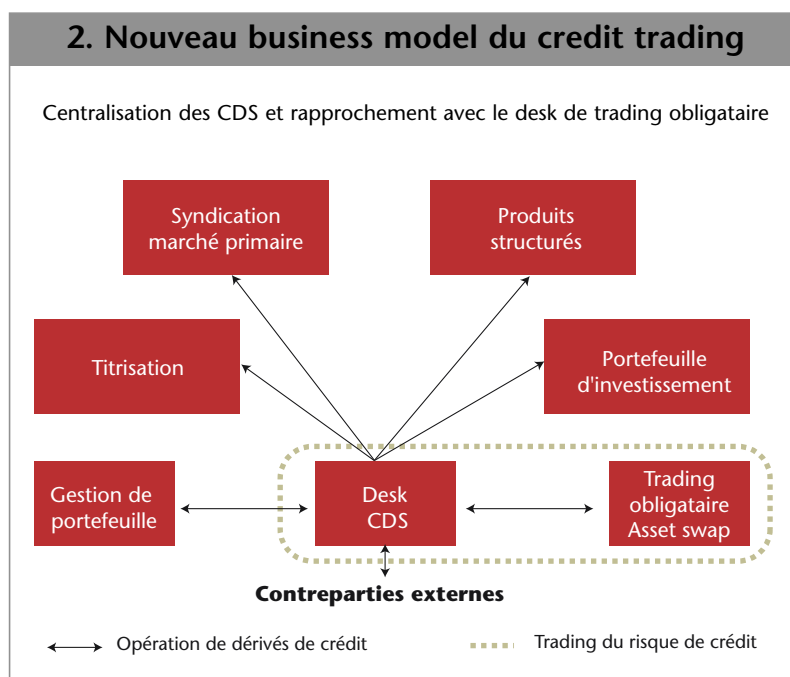
portée sur des supports de dette traditionnellement plus stables.

Les dérivés de crédit ont par ailleurs permis l'émergence de toute une gamme de produits structurés de crédit complétant les produits structurés habituels de taux et d'actions qui, dans les conditions de marché actuelles, offrent des perspectives de rendement et des marges de structuration faibles. Les dérivés de crédit structurés constituent en revanche un support recherché par les investisseurs et des sources de revenus significatives pour les banques qui les conçoivent.

Enfin, les clients des banques, en particulier les asset-managers autorisés par la COB à traiter des dérivés de crédit, sont susceptibles d'intervenir indifféremment sur les supports cash ou dérivés. Dès lors, compte tenu de ces évolutions, il peut paraître plus pertinent pour une banque d'organiser son *trading* de risque de crédit selon un axe secteur/géographie des sous-jacents plutôt que selon un axe produit cash/dérivés, afin de privilégier une spécialisation par sous-jacent de crédit, de déceler les opportunités d'arbitrage entre les différents supports et d'adapter l'organisation aux besoins des clients.

L'ADAPTATION DE L'ORGANISATION

Conscientes des possibilités offertes par les dérivés de crédit, la plupart des banques affichent une volonté de réorganisation de la gestion globale de leurs risques de crédit. En pratique cependant, le secteur tarde à mettre en place ces adaptations : on note en particulier que seul 9 % du volume des dérivés de crédit émis par les banques sert à la couverture de leurs propres positions... De plus, les banques de taille moyenne interviennent peu sur le marché des dérivés de crédit. Pourtant, comme le souligne le CGFS, les avantages des dérivés de crédit sont potentiellement plus importants pour les établissements de taille moyenne



dont les risques de crédit sont naturellement moins diversifiés que pour les grands établissements.

Le développement d'une capacité d'intervention sur le marché des dérivés de crédit nécessite la mise en place d'une nouvelle organisation au sein des établissements. La pratique historiquement constatée consiste à autoriser certains desks ou départements à traiter des dérivés de crédit sans une réelle centralisation des ordres. Cette organisation présente un nombre de risques qu'on peut illustrer par les deux exemples suivants :

- la direction des engagements crédits estimant être fortement exposée sur une contrepartie donnée décide de céder du risque de crédit, alors qu'au même moment une filiale australienne avait pris du risque sur la même contrepartie par le biais d'un dérivé de crédit.
- Dans la même salle, mais sur différents desks, sont passés des ordres externes de dérivés de crédits sur le même émetteur et en sens opposé !

L'adaptation organisationnelle optimale face à ces risques, consiste à imposer à tous les utilisateurs potentiels, que ce soit à des fins de couverture ou de structuration, de

passer systématiquement par un seul desk de CDS, qui centralise les ordres internes et externes (*encadré 1*). Le rapprochement des activités de *trading* obligataire et d'asset swaps du desk de CDS permet, par ailleurs, de répondre aux nouveaux enjeux posés par l'évolution du marché de *trading* de risque de crédit.

UNE ÉVOLUTION INDISPENSABLE

La « marchandisation du crédit », facilitée par l'émergence des dérivés de crédit, impose des changements organisationnels et culturels importants au sein des établissements. Elle nécessite le développement de capacités de transfert du risque de crédit au marché, fondées pour une large part autour des dérivés de crédit.

Il devient essentiel pour tous les établissements d'être en mesure de gérer ses risques de crédit de manière dynamique, de pouvoir intervenir sur le marché des dérivés de crédit, donc de maîtriser toutes les spécificités et risques opérationnels liés à ces instruments, enfin de mettre en place une organisation optimale où le *trading* de risque de crédit centralise l'accès au marché. ■