

L'évolution du marché et les nouvelles utilisations de ces produits

Les dérivés de crédit sont au cœur de l'évolution du marché du crédit. Même si leur développement est encore freiné par la complexité de la modélisation du risque, ils sont appelés à jouer un rôle de premier plan.

Thomas Spitz
Dérivés de crédit et titrisation
Crédit Agricole Indosuez

■ Le risque de crédit peut se définir comme le risque de perte consécutif à un événement de crédit. Selon cette définition, on trouve deux grandes classes de risque de crédit : le risque de défaut d'une contrepartie (qui se traduit par une incapacité de paiement) ou le risque de dépréciation de la qualité de signature d'une entité (qui se traduit par un accroissement du risque lié aux opérations effectuées avec cette entité).

En favorisant l'introduction de structures synthétiques sur le marché du crédit, les dérivés de crédit ont permis, pour la première fois, de gérer le risque de crédit indépendamment de la structure qui le supporte, et de faire disparaître les barrières qui existaient, jusqu'alors, entre les différents marchés (obligations, prêts bancaires, etc.).

Apparus il y a une dizaine d'années, les produits dérivés de crédit ont dû attendre 1998-1999 pour connaître un réel essor, particulièrement en Europe. Alors que le volume des transactions était quasiment nul en 1995, les encours actuels sont estimés à environ 1.000 milliards de dollars avec un taux de croissance proche de 50 % par an.

Plusieurs facteurs expliquent cette forte croissance : la meilleure compréhension des différents acteurs du risque de crédit et de sa nécessaire gestion ; la mise en place de normes juridiques (les définitions ISDA 1999), comptables et réglementaires (publication par la plupart des régulateurs nationaux et internationaux de règles précisant la comptabilisation de ces produits). De plus, ces produits répondent à la fois aux besoins

de couverture et de gestion des intermédiaires financiers : banques d'affaires, maisons de titres, mais aussi des intervenants finaux : banques commerciales, investisseurs institutionnels, entreprises...

Les dérivés de crédit permettent en effet de répondre à des problématiques aussi diverses que la couverture du risque de crédit (obligations, prêts, risque de contreparties...) tant au niveau individuel qu'au niveau agrégé du portefeuille de prêts, la séparation de l'activité de prêts bancaires de la relation commerciale avec les emprunteurs, la génération de dettes synthétiques... Enfin ils sont des outils efficaces dans la mise en place de méthodes de tarification homogènes et d'allocation du risque de crédit.

Le credit default swap, la brique de base

Les premiers produits qui sont apparus permettaient le transfert synthétique d'un risque de crédit. La «brique de base» des produits dérivés de crédit, le *Credit Default Swap* (CDS), permet à l'acheteur de protection, contre

paiement d'une prime périodique, d'être dédommagé en cas d'événement de crédit ¹ de l'entité de référence. Ce produit mono sous-jacent et ses déclinaisons (telles que sa version avec support de financement appelée *Credit Linked Note*, dette obligataire dont le remboursement est contingent à la survenance d'un événement de crédit) ont permis aux investisseurs traditionnels d'avoir accès à un univers de risques de crédit beaucoup plus étendu que celui des dettes obligataires. En effet, il devient possible de créer une dette synthétique sur une société ne s'endettant que par prêts bancaires (pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire) ; dans le même temps, une banque ayant une forte concentration de prêts de cette société dans ses livres peut se couvrir en dérivés de crédit. Un investisseur peut, par exemple, choisir le nom sur lequel il souhaite prendre un risque, la maturité et la devise.

Avec ou sans effet de levier

Au-delà de ces produits, se sont développés des instruments dont le risque sous-jacent est lié à la performance d'un portefeuille de risques de crédit. Il est ainsi possible de construire des produits dont le profil de risque fait appel à un fort effet de levier (les *First to Default*) ou est, au contraire, très dilué (une tranche senior d'un *Collateralised Loan Obligation* (CLO) ²).

• Un *First-to-Default* est un produit dans lequel l'investisseur prend une ex-

1. Exemple : First-to-Default

Un First-to-Default de maturité 5 ans sur LVMH/Renault/Axa/Casino/Vivendi (prime moyenne en CDS : 0.70 %) versera 2.10 % par an, l'investisseur n'encourant une perte que si une de ces entités fait défaut.

Des intervenants de plus en plus nombreux

Alors que le marché des dérivés de crédit est longtemps resté interbancaire, le nombre des intervenants ne cesse de croître.

- Les sociétés d'assurance et de réassurance comptent parmi les acteurs les plus actifs de ce marché. La vente de protection représente une nouvelle source de diversification. La prise de risque à travers des tranches de CLO de bonne qualité leur permet d'accéder à des actifs, à la fois diversifiés et très bien notés, qui répondent à

leurs exigences d'investissement. Pour un réassureur, acheter une tranche subordonnée de portefeuilles est une manière alternative de souscrire des contrats d'assurance. L'achat de protections peut leur permettre de couvrir des risques systémiques (risque pays) ou des sur-concentrations de risques.

- Même si elles sont encore peu utilisées par les entreprises, les applications potentielles sont extrêmement importantes. Il leur est ainsi possible de mettre

en place des opérations permettant de se couvrir sur des expositions du portefeuille de créances commerciales, parfois très concentré notamment sur le plan sectoriel. Un émetteur sur le marché de la dette peut également décider de fixer la marge à laquelle il souhaite émettre dans le futur.

- Comme nous l'avons déjà évoqué, les investisseurs traditionnels peuvent trouver dans l'utilisation des dérivés de crédit une alternative au marché obligataire traditionnel.

position sur un panier de noms (typiquement entre 5 et 15) mais ne s'expose qu'au premier défaut. Le levier apporté par une telle structure permet à l'investisseur de choisir des noms de bonne qualité (*investment grade*) et de recevoir en échange une prime élevée (*encadré 1*). La prime payée dépend des sous-jacents choisis, de leur nombre et de la corrélation de défauts entre eux (plus la corrélation est faible plus la prime sera élevée).

«L'utilisation de titrisation synthétique rend la structure plus flexible qu'une titrisation classique.»

- Les portefeuilles synthétiques (*Collateralized Debt Obligations* synthétiques) sont une gamme de produits qui, actuellement, se développe très rapidement. Ils représentent environ 20 % du marché des dérivés de crédit. Ces produits allient les techniques de titrisation et de dérivés de crédit. Ils permettent de céder un portefeuille de risque sous forme de tranches au lieu de pré-

senter une structure monolithique aux investisseurs. La titrisation est composée de plusieurs «sous-émissions» de qualités différentes. On s'adresse ainsi à une plus grande palette d'investisseurs et on peut structurer des tranches de qualités très diverses. Les structures classiques comportent trois à six tranches. La tranche la plus subordonnée, ou *tranche equity*, souvent non notée, absorbe les premières pertes ; elle est généralement portée par la banque sponsor. L'utilisation de titrisation synthétique rend la structure plus flexible qu'une titrisation classique : pas de problème quant à la cession de prêts, documentation plus simple, possibilité de couvrir des produits différents au sein d'une même structure (prêts, dette obligataire, expositions issues de CDS), etc.

Les dérivés de crédit au cœur de la mutation du métier bancaire

Pendant longtemps, les établissements bancaires n'ont pas géré leur risque de crédit, qui se trouve pourtant au cœur de leur métier, avec un degré de sophistication comparable à celui qui caractérise leur approche des autres risques de marchés, taux d'intérêts, devises et actions, auxquels ils sont exposés. La plupart d'entre eux avaient, et

ont encore, avant tout, recours à un système d'allocation d'enveloppes de crédit, attribuées par emprunteurs individuels, par secteur industriel ou géographique, par maturité ou par catégorie de risque. Les crises successives, l'apparition de contraintes nouvelles (réglementaires, économiques et actionnariales) et l'émergence des dérivés de crédit ont amené à une nécessité de rentabiliser les lignes de crédit et d'en optimiser l'allocation.

Les approches Raroc prennent tout leur sens

Alors que l'activité de prêts, activité coûteuse en capital, est considérée comme un produit d'appel stratégique dans la relation globale avec un client, les dérivés de crédit ont apporté la possibilité de gérer dynamiquement un risque traditionnellement illiquide.

Le *portfolio manager* a dès lors la possibilité de piloter les expositions de la banque à travers des outils de mesure adéquats. Ainsi, la notion de capital économique marginal permet, par exemple, de comparer la rentabilité économique de nouvelles opérations. Il s'agit de mesurer l'impact d'une nouvelle opération sur le portefeuille de la banque. Une analyse en termes de capital économique marginal doit intuitivement faire apparaître des effets de diversification et de concentration (un nouveau crédit accordé à une entité sur laquelle la banque a déjà une exposition importante devrait requérir un capital plus important). Ce type d'approche dite Raroc (*Risk Adjusted Return on Capital*, méthode de tarification du risque de crédit dont le principe est de mettre en regard de chaque transaction un montant en capital économique suffisant) prend tout son sens dès lors que l'on dispose d'outils suffisamment sophistiqués pour gérer, couvrir et diversifier le risque de crédit.

Les dérivés de crédit permettent de réaliser les opérations de couverture et de diversification améliorant le profil économique ou réglementaire du portefeuille. Par exemple, à travers des CDS, le *portfolio manager* peut couvrir les surexpositions de son portefeuille ou au contraire, prendre une exposition sur des entités sous représentées (pas de relation commerciale) afin d'en améliorer la diversité ; les deux opérations peuvent être réalisées simultanément

(*credit switch*) entre deux banques ayant des portefeuilles de clients très différents. A travers une opération de CLO synthétique, le *portfolio manager* peut couvrir un montant important en une fois (plusieurs milliards d'euros de nominal) et bénéficier de prix attractifs en proposant aux investisseurs un portefeuille diversifié.

*«Les encours actuels
sont estimés à environ
1 000 milliards de dollars
avec un taux de croissance
proche de 50 % par an.»*

Il faut toutefois noter que de telles opérations se font pour le moment principalement sur les portefeuilles de prêts aux grandes entreprises cotées. La méthodologie utilisée par les agences de notation et le manque d'information sur la qualité de crédit des petites sociétés rend l'utilisation de ces produits relativement complexe pour les portefeuilles de prêts aux PME.

De larges perspectives

Les dérivés de crédit jouent un rôle important dans l'évolution actuelle que vit le marché du crédit. Leur influence sur le métier de banque commerciale est indéniable ; ils sont au cœur des réflexions menées actuellement sur l'allocation optimale du risque de crédit et sur la gestion de portefeuille. De plus, la naissance d'un produit de crédit liquide permet d'envisager la mise en place d'une tarification homogène du risque de crédit.

Si le développement est encore freiné par la complexité de la modélisation du risque ou par la relative jeunesse de ces produits, l'utilisation des dérivés de crédits dans les marchés de taux d'intérêts, d'actions ou de crédit ainsi que les nouvelles méthodologies qu'ils proposent aux cellules de *risk management* leur assurent un rôle de premier plan dans le phénomène actuel d'intégration des marchés financiers. ●

¹ Parmi les événements de crédit standards on peut citer : la faillite, le défaut de paiement, la restructuration de la dette financière de l'entité de référence...