

Un nouvel instrument de protection

Le marché des dérivés de crédit évolue rapidement : pour les banques commerciales, le moment est venu de l'investir.

Non seulement parce que ces instruments leur permettent de gérer le risque crédit de façon offensive et dynamique, mais aussi parce qu'en se positionnant comme agents de structuration et de distribution de produits incluant des dérivés de crédit, les banques s'ouvriront, demain, de nouvelles sources de commissions.

Markus Bohme
Consultant

Maria Fadul

Chef de projet

Jean-Christophe Mieszala

Directeur Associé

McKinsey & Company

■ S'il est un potentiel encore largement inexploité par les banques commerciales européennes – et notamment françaises – c'est bien celui offert par les dérivés de crédit. Longtemps cantonnés dans le giron de quelques banques d'investissement américaines, largement perçus comme des produits mystérieux, voire parfois dangereux, les dérivés de crédit sont de ces objets financiers, mal aimés, injustement délaissés par nombre de banques commerciales.

Pourtant, le marché des dérivés de crédit s'ouvre davantage chaque jour à mesure qu'il gagne en maturité. Il y a trois ans à peine, il était encore un lieu d'expérimentation où s'échangeaient, entre initiés, des produits dont la mise en œuvre ou la tarification était extrêmement complexe. Cette période est aujourd'hui révolue. Avec un montant notionnel passé de 50 à 893 milliards de dollars de fin 1994 à fin 2000 – et qui pourrait encore doubler d'ici à fin 2002 selon la British Bankers Association¹ –, ces produits suscitent de plus en plus l'intérêt des marchés financiers.

Un marché en voie de maturation

Pour les banques commerciales, l'hypothèque semble désormais levée : le marché des dérivés de crédit peut et doit être investi. Non seulement parce que ces outils constituent à présent une réponse crédible et pertinente à leurs besoins de protection, mais aussi parce que maîtriser les techniques de

structuration et de distribution de produits incluant des dérivés de crédit peut constituer une opportune source de commissions.

Qu'est-ce qu'un dérivé de crédit exactement ? Il s'agit d'un vecteur financier utilisé comme dispositif assurantiel, qui permet aux banques de transférer à des tiers le risque de défaillance (ou de migration d'une classe de *rating* à une autre) associé à une contrepartie spécifique, sans en vendre l'actif. Longtemps marginalisés, ces produits sont aujourd'hui de plus en plus attrayants et profitent d'un marché connaissant une croissance soutenue et une liquidité accrue.

La standardisation des documentations et des terminologies (qui a abouti en 1999 à l'accord ISDA, couvrant alors 84 % des transactions²), ainsi que la fixation de règles communément acceptées et appliquées par les acteurs, sont pour beaucoup dans cette maturation : elles ont sans aucun doute constitué le préalable indispensable au décollage du marché. De même, l'émergence de plates-formes internet de négociation de produits simples, comme CreditEx et CreditTrade, a favorisé une certaine «démocratisation» du secteur et la baisse des coûts de transaction. Mais l'essentiel n'est pas là.

Si le marché s'est considérablement approfondi et élargi, s'il a gagné en liquidité, c'est avant tout parce que les produits proposés, comme les acteurs présents ou les actifs sous-jacents, sont aujourd'hui plus nombreux et divers.

Côté produits, le fait marquant est le succès rencontré ces dernières années par le développement de produits synthétiques, plus ou moins standardisés, qui incluent des dérivés de crédit. Ces structures financières complexes transfèrent le risque d'un portefeuille entier de crédits, sous la forme d'obligations émises sur les marchés financiers.

Côté acteurs, on assiste à la multiplication et à la diversification, tant des «vendeurs de risque» (principalement des banques), que des «vendeurs de protection», parmi lesquels les compagnies d'assurance occupent une place de plus en plus déterminante. Le phénomène est identique en matière d'actifs sous-jacents, où le risque crédit souverain a longtemps joué les premiers rôles. L'heure est en effet à l'explosion de la protection du risque entreprise, qui contribue elle aussi fortement à la maturation du secteur. De plus en plus nombreux et issus de secteurs et de pays davantage variés, les sous-jacents d'entreprises offrent au marché un potentiel de développement considérable et de nouveaux arguments de séduction.

Une conception offensive de la protection

Si les *credit risk officers* ou les directions générales des établissements bancaires expriment un intérêt croissant pour ces instruments, c'est parce qu'ils y trouvent de nouvelles possibilités de gestion plus fine et plus dynamique de leurs risques crédit. Les acteurs bancaires

prennent en effet conscience du parti qu'ils peuvent tirer d'une conception «offensive» du risque crédit, où celui-ci ne se contente pas de prémunir techniquement de dangers financiers, mais au contraire constitue un levier stratégique de création de valeur. Réduire les besoins en fonds propres et mieux les allouer en pilotant autrement l'activité bancaire : voilà l'enjeu !

Poussées par l'esprit de l'accord de Bâle II, tirées par la nécessité de s'inscrire les premières dans le mouvement général, les banques se trouvent aujourd'hui au pied du mur : elles doivent se doter des leviers d'action qui leur permettront de mesurer, suivre et gérer économiquement le risque, sans quoi elles seront condamnées à le subir. Or, parmi ces leviers, la gestion *ex-post* des portefeuilles de risque occupe une place prégnante – et les dérivés de crédit en sont l'un des instruments privilégiés.

Leur avantage est d'offrir une alternative pertinente aux opérations de titrisation ou de syndication lorsque, dans le cadre de relations commerciales à long terme, il est nécessaire de mitiger le risque de certains clients tout en gardant leurs actifs au bilan de la banque. Deux modalités d'utilisation s'avèrent alors particulièrement judicieuses.

La première est le recours à un instrument «pur», portant sur une contrepartie spécifique, comme le *single name credit default swap*, dans le cas où le risque contre lequel on se prémunit est celui d'une grande entreprise. A l'heure actuelle se négocient déjà les risques de défaillance d'un millier environ de contreparties de ce type, de toutes nationalités, dont une centaine dispose d'une liquidité suffisamment acceptable pour être négociées à des *spreads bid-ask* de 5 points de base. Parmi ce millier d'entreprises figurent Peugeot, Renault, Michelin, Carrefour et d'autres sociétés françaises négociées à des *spreads bid-ask* de 10 points de base. Certaines banques disposeraient actuellement de portefeuilles de dérivés de crédit dans lesquels les sous-jacents français représenteraient 10 % du total.

La seconde modalité est l'utilisation de montages structurés et synthétiques, incluant des dérivés de crédit et distribués par émission d'obligations sur les marchés financiers. Cette modalité permet de gérer le risque d'un portefeuille de prêts non syndiqués, soit par insuf-

finance de leurs montants, soit par carence de la documentation et de l'information les concernant. Les produits de ce type (pour lesquels JP Morgan fait figure de pionnier) apparaissent de plus en plus populaires, car ils présentent le double avantage de permettre aux banques de gérer des portefeuilles entiers de risque crédit, tout en offrant aux investisseurs des gages de rentabilité.

«Les banques françaises devraient songer sérieusement à investir ce marché comme agents de structuration et de distribution de produits incluant des dérivés de crédit.»

On le voit, les potentiels des dérivés de crédit, et les réponses pertinentes qu'ils apportent aux nouveaux besoins dans le domaine de la gestion «offensive» de portefeuilles de risque, devraient inciter fortement les banques commerciales, dans un futur proche, à devenir davantage consommatrices de ce type de protection, et par là-même dynamiser encore un marché en pleine expansion.

Une place à prendre pour les banques commerciales

Cependant, la maturation du marché des dérivés de crédit, si elle facilite et encourage la consommation d'instruments de protection, pourrait également intéresser les banques commerciales à un second titre. L'heure est en effet sans doute venue, notamment pour les banques françaises, de songer sérieusement à investir ce marché comme agents de structuration et de distribution de produits incluant des dérivés de crédit. Les revenus potentiels de cette nouvelle source de commissions sont loin d'être négligeables : rappelons, par exemple, que le volume mondial de CBO (*collateralized bond obligations*) avoisine les 100 milliards de dollars et que les revenus associés à cette activité ont dépassé, en 2000, 3 milliards de dollars. Une place au soleil est aujourd'hui vacante et attend que des acteurs s'y installent.

Car, à l'évidence, les investisseurs européens sont de plus en plus à l'aise avec le risque crédit. Qu'ils soient institutionnels ou privés (de type *high net worth investors*), leur appétence se traduit par une augmentation constante de la part des portefeuilles qu'ils allouent à des produits caractérisés par un risque élevé. Ils en attendent une forte rentabilité qu'ils ne pourraient pas espérer d'obligations souveraines notées AAA ou AA. Ces deux dernières années, la part qu'ils ont allouée à des produits *high yield* a été multipliée par quatre et dépasse aujourd'hui les 40 milliards de dollars. Et s'il est vrai que les investisseurs institutionnels français n'ont pas encore massivement rejoint cette tendance, d'aucuns estiment qu'ils ne tarderont pas à le faire.

Pour répondre à cette demande croissante, les banques commerciales peuvent tout à fait imaginer de commencer à structurer des transactions standards, incorporant des dérivés de crédit. Deux produits, qui connaissent actuellement une explosion de leur demande, illustrent parfaitement le créneau à occuper. Le premier est le CBO qui, en soi, constitue un portefeuille diversifié d'obligations *high yield* ou de prêts standards associés à des contreparties représentant plusieurs classes de risque : le risque crédit des contreparties y est transféré par le biais d'un dérivé de crédit. Autre exemple : le *credit link notes* (CLN) ou *portfolio default swap*. Reposant sur le même principe de base, il permet aux banques de choisir les contreparties qui composent le portefeuille et de structurer un produit «sur mesure», parfaitement adapté à la tolérance au risque et aux préférences des investisseurs ciblés, c'est-à-dire conforme aux objectifs d'investissement qu'ils se sont fixés en termes de couple rentabilité/risque.

Les banques françaises comptent, aujourd'hui, parmi leurs clients, des investisseurs locaux (institutionnels et privés) demandeurs de ce type de produits. Ceux-là ne sont pas ciblés par les grandes banques d'investissement américaines et préfèrent en général traiter avec des entités dont ils se sentent culturellement proches. Il serait relativement aisé aux établissements bancaires d'approfondir leurs relations avec ce segment de clientèle et de mieux cerner ses besoins, afin de concevoir et proposer des produits structurés sur mesure qui répondraient à ses attentes.

Le jeu en vaut la chandelle. La conception et la distribution de produits structurés non complexes n'exigent pas, en effet, de compétences aussi pointues que celles nécessaires aux banques d'investissement pour élaborer les structures uniques, non répliquables et à haute valeur ajoutée qu'elles proposent. Pour exploiter le filon, seuls sont requis un renforcement des équipes d'ingénierie financière et la formation d'une force de vente compétente dans le domaine, travaillant en étroite collaboration avec les responsables de segments ciblés.

Des instruments au cœur du pilotage stratégique

Si la possibilité d'offrir aux investisseurs des produits incluant des dérivés de crédit constitue un potentiel riche de promesses, elle n'en reste pas moins une source de revenus que chacun pourra, ou non, décider d'exploiter. Il n'en va pas de même pour la consommation d'instruments de protection, appelée à s'imposer, dans l'esprit de Bâle II, comme l'un des éléments dont le niveau de maîtrise fera ou défera, demain, la crédibilité d'une banque. Il ne s'agira plus de subir le risque crédit en se contentant de surveiller les expositions nominales : les banques qui s'en tiendront à cette conception «défensive» pourraient bien être condamnées à ne gérer que les crédits refusés par leurs concurrentes. Il faudra au contraire mesurer économiquement le risque crédit et gérer de manière «offensive» les portefeuilles.

La plupart des organisations bancaires françaises sont aujourd'hui sur cette voie. Il leur reste cependant, souvent, une seconde étape à franchir. Celle qui consiste à impliquer fortement leurs directions générales dans la définition des principes, des processus et de l'organisation qui présideront à la mise en œuvre des nouvelles modalités de pilotage du risque. C'est à ce titre que les décisions concernant les dérivés de crédit doivent dorénavant être considérées comme éminemment stratégiques. ●

¹ La plupart des statistiques données ici reposent sur les études de cet organisme.

² Selon la British Banking Association, ce chiffre devrait être porté à 90 % en 2002.