

ÉTATS-UNIS : RECONSTRUIRE LE MARCHÉ DU CRÉDIT



© JEAN-FRANÇOIS LANGE

Dominique Chesneau

Président
Tresorisk Conseil

La récession inflige au système bancaire américain une augmentation massive des impayés sur les cartes de crédit, le crédit à la consommation et le crédit automobile. Pour relancer cette activité essentielle au fonctionnement de l'économie outre-atlantique, le plan Geithner prévoit de titriser ce type d'actifs avec la garantie de l'État et la normalisation du marché des CDS.

Rien n'a été indiqué, lors du G 20 de Londres – ce n'était d'ailleurs pas son objet –, sur une méthode commune de nettoyage et de redressement du secteur financier mondial, sur le marché des *credit default swaps* (CDS), sur les agences de notation, sur les modalités de supervision, sur le caractère procyclique des normes comptables sur les instruments financiers... Tous éléments préalables à une sortie de crise. Or, de la façon dont ces sujets seront traités dépendra une reprise saine de distribution du crédit.

UNE NOUVELLE FORME DE TITRISATION

Après plus de vingt ans d'existence, le secteur de la titrisation des cartes de crédit ainsi que la plupart des titrisations d'actifs à court terme (titrisation du crédit automo-

bile et de créances commerciales) n'avait jamais connu de véritable crise. Et les actifs issus de ces titrisations bénéficiaient des meilleures notes de la part des agences de rating : le plus souvent AAA ou AA+. Ce dernier bastion de la titrisation a cédé au chaos ambiant déjà connu par les autres produits structurés de crédit (CDO, CLO et autres hybrides de tranchage de crédit). La récession persistante inflige de nouvelles pertes de crédit au système bancaire par l'augmentation massive des impayés sur les cartes de crédit, le crédit à la consommation, le crédit automobile dont les encours sont doubles de celui des crédits *sub-prime* ! Contrairement aux autres titrisations du type *sub-prime*, ces crédits sont à court terme et à taux variable, ce qui en réduit le risque structurel. Néanmoins, le taux de défaut ayant fortement augmenté (de 1 à 15 % au premier trimestre 2009), les *cash reserves* calculées initialement pour absorber les premiers risques de pertes vont être, à nouveau, insuffisantes. Encore une fois, les projections de défaut utilisées dans ces montages se sont révélées mal calibrées dans le contexte économique actuel.

À LA RECHERCHE DE MÉTHODES INNOVANTES

Les autorités monétaires américaines recherchent activement des méthodes innovantes qui devraient enfin permettre de sortir de cette spirale interminable caractérisée par des nouvelles découvertes d'actifs financiers "sinistres" entraînant de nouvelles vagues de pertes. Une des méthodes utilisées pour financer le Troubled Asset Relief Program – TARP – (125 milliards de dollars de demandes de refinancement émanant d'une centaine d'institutions financières pour une enveloppe globale de 700 milliards de dollars) va peut-être permettre à la Fed de créer suffisamment de levier pour faire face aux demandes de refinancement venant du secteur bancaire et financier. La Fed et le Trésor américain ont créé une entité *ad hoc* dite *special purpose vehicle* (SPV) qui rachètera les "mauvaises dettes" selon des modalités à définir. Dans l'attente de ces précisions, le Commercial Paper Funding Facility



(CPFF) alloue déjà des liquidités au secteur financier américain pour payer les éventuels *first loss equity*. Ces garanties de pertes initiales permettent de réduire le risque de la banque centrale lié au portage direct des actifs à refinancer. En effet, en utilisant la garantie de *first loss* du Trésor américain, le SPV émet directement du papier au crédit rehaussé auprès du marché et exerce un effet de levier sur le montant des prêts nouvellement créés en permettant l'achat d'actifs supérieur au montant du *first loss equity*. Ce sont des obligations de titrisées, mais avec un *rating* proche de celui du Trésor américain ou presque. Il s'agit ici d'un effet multiplicateur de crédit propre aux titrisations. À partir d'une garantie initiale, le SPV émet une nouvelle dette selon un multiple approprié en fonction du risque des actifs sous-jacent et du montant de la garantie de *first loss* (à discrétion du Trésor américain). Grâce à cette méthode de "titrisation publique", le refinancement des actifs bancaires devient, paradoxalement, beaucoup moins cher pour le budget US. Enfin les investisseurs pourront souscrire à ces actifs "repackagés" avec cette fois une garantie d'État. Comment sera déterminé le prix de souscription ? Réponse évidente : en recréant un marché, même incomplet, en faisant asseoir plusieurs joueurs à la table, c'est-à-dire entre institutions financières et d'investissement et en l'absence de la puissance publique pour fixer les prix !

C'est ce raisonnement "simple" que le secrétaire au Trésor, Tim Geithner, a proposé lundi 23 mars 2009. Les actifs dont les banques doivent se débarrasser avant de relancer le crédit, sont mis aux enchères, vieille loi de l'offre et de la demande que le marché a saluée. Pour mettre toutes les chances de son côté et s'assurer que les investisseurs seront présents, le Trésor américain

« Grâce à cette méthode de « titrisation publique », le refinancement des actifs bancaires devient paradoxalement, beaucoup moins cher pour le budget US. »

abondera les montants décaissés et financera ou garantira une partie de la dette permettant de capitaliser les SPV. Ainsi, les prix seront établis entre établissements financiers "de droit privé", les transactions étant en partie garanties par la puissance publique.

Néanmoins, comment les banques en attente de "sauvetage" valoriseront dans leur bilan, leurs actifs à une juste valeur de marché, puisque le marché ne répondra pas à toutes les caractéristiques de justesse, de symétrie d'information, tels que définis dans la théorie classique ? Les investisseurs "donneront" un prix qui intégrera l'assistance de l'État américain : il s'agira donc de prix "biaisés". De plus, dès lors que les prêts sont traités en coûts amortis, leur sortie du bilan à prix de marché va occasionner des fortes pertes et il n'est donc pas sûr que les banques veuillent les extérioriser.

Les prévisions récentes des grandes banques aux États-Unis font état de lourdes pertes dans le secteur de la titrisation des prêts à court terme et *revolving* en 2008 et au cours du 1^{er} trimestre 2009. Ce mouvement culminera vraisemblablement fin 2009. Après la crise du *subprime*, faut-il s'attendre à voir les banques annoncer de nouvelles provisions générées par d'autres actifs titrisés qui augmenteront les volumes estimés par le plan Geithner ? Il est donc urgent de "revigorer" le marché des CDS.

NORMER LES CDS

L'ISDA a publié un protocole d'intervention sur les marchés des CDS, fondé sur un accord-cadre, et ayant pour but de les uniformiser afin de rendre possible un passage exhaustif en chambre de compensation. Le principe retenu, en simplifiant, est d'attribuer un cou-

3^{ÈME} DIRECTIVE ANTI-BLANCHIMENT : « APPLICATION ET MISE EN ŒUVRE OPÉRATIONNELLE »

SÉMINAIRE D'ACTUALITÉ

►► Session Holdings / Entreprises Non Financières

A Paris, le **mercredi 10 juin 2009** de **9h à 17h30**

SÉMINAIRE ANIMÉ PAR :

- **Gaëlle AZRIA**, Expert Comptable et Commissaire aux Comptes, Spécialiste en Conformité, Ancienne Responsable du Contrôle des Services d'Investissement en banque privée (titulaire de la CP de RCSI délivrée par l'AMF)
- **David HOTTE**, Responsable de la sécurité financière, Banque Fédérale des Banques Populaires

POINTS CLÉS DU PROGRAMME :

1. Les principes de la lutte anti-blanchiment et la lutte contre le financement du terrorisme au sein des Holdings / Entreprises
2. Lutte anti-blanchiment et lutte contre le financement du terrorisme : Quelles obligations pour les Holdings / Entreprises ?
3. Mise en oeuvre opérationnelle de la 3^{ème} Directive Européenne

Thibault Delmas - Tél : 01.44.94.14.49 - tdelmas@demos.fr - 20 rue de l'Arcade 75378 Paris Cedex 08 - www.demos.fr



pon de 100 points de base (bp) aux sociétés dites *investment grade* et de 500 bp pour les autres. Les échanges de contrat s'opéreraient par le paiement d'une soule représentative de la différence entre les coupons notionnels et la valeur de marché du CDS traité. On retrouve là le principe simple des emprunts notionnels propres aux chambres de compensation des produits dérivés de taux. De plus, a été mis en place un *determination committee* composé de professionnels reconnus. Son rôle sera de se prononcer sur l'existence ou non d'un incident de crédit. D'ores et déjà, la bourse américaine ICE a démarré en fanfare sur ce marché de la compensation des CDS. D'autres initiatives verront le jour, n'en doutons pas. Il s'agit là d'une évolution majeure dans la gestion du risque de contrepartie qui, là aussi, faisait l'objet de négociations serrées entre comptables et commissaires aux comptes ! Mais ceci n'est pas suffisant. La valeur d'un CDS étant liée avec celui de l'actif sous-jacent, si cet actif fait l'objet d'évaluation par les émetteurs de dette, alors que le marché fait le prix des CDS, il deviendra difficile de réaliser des tests d'efficacité entre les dettes couvertes et leurs instruments de couverture. Ce qui reviendra nécessairement à qualifier les investisseurs ou émetteurs de dette couverts par des CDS de spéculateurs et donc de valoriser leurs produits, dans un cas, à leur valeur d'usage et, dans un autre, à leur valeur de marché (CDS). La différence pouvant passer en pertes ou bénéfiques, en gonflant d'autant la volatilité des résultats des entreprises industrielles et commerciales et celle des états financiers des établissements financiers et de gestion collective.

D'AUTRES INITIATIVES ENCORE...

Quoique sujettes à encore bien des commentaires et en attente de précisions plus opérationnelles, ces mesures devraient permettre notamment de stabiliser et relancer

« La bourse américaine ICE a démarré sur le marché de la compensation des CDS. Il s'agit là d'une évolution majeure dans la gestion du risque de contrepartie. »

le marché des crédits aux USA, à la fois long terme et à la consommation. Les initiatives par ailleurs en cours concernant la normalisation de l'activité des agences de notation, la mise en œuvre de la réglementation prudentielle Bâle II en Europe, mais aussi aux États-Unis, viendront conforter cette reconstruction. Quand aux normes comptables, depuis une décision du 12 octobre 2008, les banques ne sont plus tenues de comptabiliser tous leurs actifs à la valeur de marché, mais elles peuvent inscrire certains titres, jugés, par elles-mêmes, de long terme, à leur coût historique amorti, ce qui évite de constater des moins-values. Cette ouverture aurait amélioré les résultats de banques de 15 % ! Citigroup, qui a enregistré 9,9 milliards de dollars de pertes sur crédit et provisions pour créances douteuses, a en outre enregistré un gain spécifique de 2,5 milliards de dollars grâce à la chute de la valorisation de sa propre dette, ainsi que cela est permis depuis 2007. En d'autres termes, plus le risque de crédit d'une banque se dégrade, plus la valeur de sa dette diminue, et plus elle engrange de bénéfiques... incorporables aux fonds propres ! Or, la solidité perçue et réelle des agents déterminera leur crédibilité en tant que contrepartie, leur capacité à effectuer des transactions et donc à fournir de la liquidité et du crédit.

UNE FORTE VOLONTÉ POLITIQUE

Ces annonces de grands principes, en elles-mêmes positives, risquent de semer quelques troubles chez les responsables comptables, leurs auditeurs, les prêteurs et les investisseurs à l'occasion des prochaines clôtures trimestrielles, semestrielles et de fin 2009 ! Et ceci n'ira pas dans le sens du renouveau de la confiance et donc d'un accroissement du crédit à la consommation, ni cette année, ni en 2010. Le plus dur reste à faire, mais avec une volonté politique forte, le meilleur est à venir et avec lui le crédit ! En 2011 ? ■

POUR EN SAVOIR PLUS

■ **Projet de loi sur le crédit à la consommation : minefe.org**

Consultation de l'avant-projet de texte du gouvernement ; dossier de présentation (sous forme de 10 fiches récapitulatives et annexes) ; synthèse des observations des associations ; étude d'impact.

■ **Rapport du cabinet Athling pour le Comité consultatif du secteur financier (CCSF) : "Pour un développement responsable du crédit renouvelable en France"**

Version intégrale consultable et téléchargeable sur le site de la banque de France : www.banque-france.fr/ccsff rubrique "publications" : autres rapports et études.

■ **L'Observatoire Cetelem – Edition 2009 consultable sur bnpparibas.com, rubrique "expertises"**

■ **Proposition de loi visant à responsabiliser les acteurs du crédit à la consommation et à lutter contre le surendettement, Philippe Marini**

Consultable sur senat.fr, rubrique "Projets/propositions de lois", puis recherche par date au 18 novembre 2008.

■ **Rapport final du Joint Forum sur le transfert du risque de crédit – Évolution de 2005 à 2008, version bilingue anglais/français.**

À l'instar du rapport élaboré par le Forum tripartite en 2005, le rapport actuel insiste sur les formes les plus récentes de transfert du risque de crédit, qui

sont celles associées aux dérivés de crédit.

Téléchargeable sur <http://www.banque-france.fr>, domaine : supervision et réglementation bancaire, rubrique "Nouveautés". Ou sur le lien : http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi_banc/200807-Joint-Forum-transfert-du-risque-de-credit-rapport.pdf

■ **Dossier RB n° 701 avril 2008 Crédit à la consommation**

Consultable pour les abonnés ou disponible à la vente sur revue-banque.fr

■ **Code de la consommation 2009**

À paraître le 17 juin 2009 : commentaires et annotations jurisprudentielles et bibliographiques rédigés par Yves Picod, coordination éditoriale par Eric Chevrier, 14^e édition, Dalloz, 67 euros.

Voir aussi le prochain dossier de *Banque & Stratégie* n° 270 à paraître en mai.