

# Les dérivés de crédit, outil de pilotage



CHRISTIAN  
JIMENEZ

Directeur adjoint  
Direction planification  
financière et maîtrise  
des risques

Centre national des  
Caisses d'épargne

Président

Association française  
des gestionnaires  
d'actif-passif

**La gestion du risque de crédit** passe aussi par le recours aux dérivés. Le développement de ces produits reste cependant relativement limité dans l'attente de la généralisation de l'expertise requise.

**L**E RISQUE DE CRÉDIT EST LE risque bancaire de loin le plus important : il concerne toutes les activités, y compris celles effectuées sur les marchés financiers. La réglementation en a tiré les conséquences puisque, de longue date, ce risque fait l'objet de contraintes de fonds propres qui ont connu leur point d'orgue lors de la parution du ratio Cooke en 1988.

Depuis cette date, les risques de marché ont davantage focalisé l'attention et donné lieu à un dispositif prudentiel beaucoup plus complexe et à d'importants travaux de modélisation, centrés autour de la VAR (*value at risk*).

En France, les opérations de crédit ont, ces dernières années, beaucoup plus attiré l'attention sur le plan du prix que sur celui du risque, alors même que

celui-ci est une composante importante de celui-là. Si le désormais célèbre article 20 du règlement CRBF 97-02 sur le contrôle interne recommande d'inclure dans la tarification d'un crédit toutes les composantes de son prix de revient (coût de refinancement, frais de gestion, coût du risque et coût du capital auxquels on ajouterait volontiers le coût de toutes les options «cachées»), le chiffrage du coût du risque est de l'entière responsabilité du banquier qui doit ainsi investir dans un système complexe de mesure s'il veut assurer sa rentabilité (1).

Si on ajoute aux éléments présentés ci-dessus des concepts comme celui de seuil de tolérance aux risques, par exemple se fixer pour objectif que la probabilité (que la somme de toutes les pertes aujourd'hui imprévisibles soit

inférieure à une certaine limite) soit supérieure à  $x\%$  (exemple :  $95\%$ ), on se rapproche fortement d'une démarche de type *value at risk*, appliquée de façon désormais systématique aux opérations de marché et dont l'usage commence à se répandre dans les sphères de gestion actif-passif et de gestion des risques clientèle.

Le risque de crédit va ainsi être intégré à une démarche globale de gestion des positions, de valorisation des encours, de chiffrage des pertes potentielles donc des

## Un volume encore modeste

Inventé en 1994 par les banques anglo-saxonnes, les dérivés de crédit se développent en France. Les transactions ont commencé à se multiplier, bien que le volume reste modeste : environ 10 milliards de dollars en 1998 et 50 milliards de dollars d'encours, soit moins de 1 % du marché des dérivés de taux d'intérêt. Plusieurs facteurs freinent le développement du marché des dérivés de crédit et avant de s'y lancer sur une grande échelle, il importe que soient traités les points suivants :

- disposer d'informations sur longue période des taux de défaillance et d'un outil de cotation (*pricing*) de produits optionnels dont le prix d'exercice est la valeur et non plus le taux ;
- maîtriser les risques opérationnels et juridiques de ce type de contrat ;
- définir un traitement comptable approprié ;
- aboutir à une standardisation minimale des opérations et une liquidité minimale du marché.

fonds propres économiques à mettre en face. Cette gestion des positions devient active. Les banques qui prévoient l'élargissement d'un *spread* sur le marché revendent le papier sans attendre.

Les banques qui prévoient les difficultés d'un secteur économique conservent leurs relations commerciales avec les entreprises de ce secteur mais se dégagent du risque en le swappant sur le marché des dérivés de crédit. Ce nouveau marché met à la disposition des prêteurs diverses techniques permettant d'externaliser tout ou partie d'un risque. Les banques peuvent ainsi alléger leurs contraintes de ratio de solvabilité et augmenter, via l'effet de levier, la rentabilité de leurs fonds propres. En effet, le risque sur une entreprise étant garanti par une autre banque, la contrainte du ratio de solvabilité passe de 8 à 1,6 %.

#### PRINCIPES DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT

En achetant/vendant des risques de crédit, un établissement peut optimiser son profil de risque de bilan (par exemple en diversifiant un portefeuille trop concentré sur certaines signatures). Il convient en effet d'éviter une concentration trop grande de portefeuilles dans un même secteur : la marge sur prêts n'augmente pas avec l'encours mais l'exposition au risque croît et le risque marginal est insuffisamment rémunéré.

Les dérivés de crédit sont aussi un instrument de diversification, ouvrant l'accès à de nouveaux segments de marché et représentent une amélioration du rendement des portefeuilles par le biais d'une capacité de portage de risque de crédit. Il existe trois principaux types de dérivés de crédit qui reposent tous sur un concept simple : la valeur du produit évolue de manière symétrique à l'évolution de la qualité du crédit de l'émetteur (*tableau page suivante*).

#### L'ÉVALUATION DU RISQUE DU SOUS-JACENT EST FONDAMENTALE

Ces risques de crédit doivent être évalués et suivis, car les risques de pertes ne sont pas négligeables et peuvent avoir une influence sur la notation du vendeur du *credit default swap/option*.

Pour traiter ces dérivés de crédit, comme pour toute opération de crédit, il

est nécessaire de disposer d'une structure d'analyse financière importante (les entreprises sous-jacentes ne sont pas forcément cotées, et exercent leur activité dans des secteurs variés). En outre, la banque qui garantit le risque de crédit n'étant pas en relations d'affaires avec l'entreprise, dispose de moins d'informations que sa contrepartie.

#### VERS UN RISK-MANAGEMENT GLOBAL DU CRÉDIT...

On constate de plus en plus que les méthodes utilisées par les établissements pour gérer leurs risques de crédit s'inspirent de celles pratiquées dans le cadre de la gestion actif-passif : recours à des scénarios centraux, des scénarios stress, modélisation, calculs de sensibilité, valeurs en risque, revenus en risque, techniques de couverture par des produits dérivés...

On s'oriente ainsi vers un véritable ALM du crédit, voire vers un ALM global, véritable système de risk-management global.

#### ... EN DÉVELOPPANT LES TECHNIQUES DE TRANSFERT DU RISQUE

L'évolution des pratiques constatées aujourd'hui dans l'industrie bancaire française plaide en faveur d'une évolution réglementaire intégrant les modèles internes de risque de crédit, à la place de pondérations forfaitaires, à l'instar de ce qui se fait pour les risques de marché.

La nécessité apparaît même plus grande dans le domaine du crédit que dans celui des marchés, car l'expérience montre que des pondérations forfaitaires permettent plus facilement d'appréhender assez finement des risques de marché, alors qu'elles peuvent se révéler très éloignées des différents niveaux réels de risque de crédit.

La concertation actuellement menée par la Commission bancaire sous l'égide du Comité de Bâle en vue de réviser le dispositif de calcul du ratio de solvabilité appliqué aux risques de crédit va clairement dans le bon sens. Elle donne notamment une place plus grande aux techniques de réduction du risque (garanties, compensations...) et

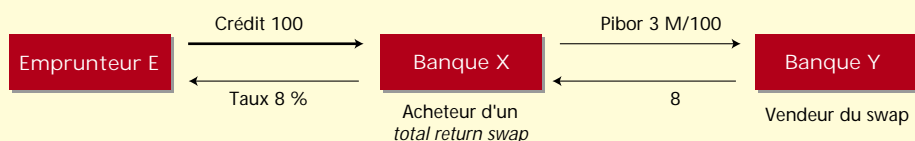
**“ En achetant/vendant des risques de crédit, un établissement peut optimiser son profil de risque de bilan. ”**

tend à accorder aussi la place qu'elles méritent aux techniques de transfert du risque. ■

## Trois types de dérivés de crédit

### Total return swap

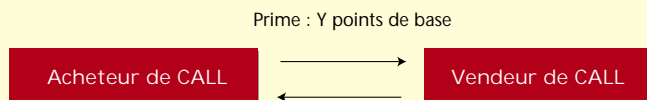
■ Un *total return swap* permet au détenteur d'un actif d'en transférer l'intégralité de la performance, sur une période donnée, en échange d'une référence (Euribor...).



► Dans ce swap, la banque X n'échange pas un taux fixe contre Euribor, mais un taux fixe payé par E (montant pouvant tomber à zéro en cas de défaillance de E) contre Euribor. La banque X n'engage pas sa signature sur le paiement du flux de 8 ; elle transfère le risque de non-paiement des intérêts sur un tiers (la banque Y).

### Principe du *credit spread option*

■ Un *credit spread swap/option* permet de prendre position sur le niveau futur de l'écart de taux entre deux instruments indépendamment de toute position sur le niveau absolu des taux.

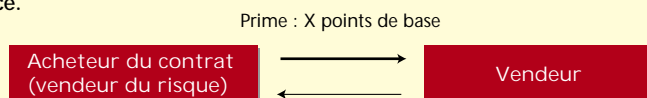


*Paiement de la dévalorisation de la créance liée à l'accroissement du spread de l'emprunteur.*

► Le vendeur de risque paie une prime et se couvre sur le *spread* d'une émission de référence (l'actif sous-jacent) par rapport aux taux de l'Etat.

### Principe du *credit default swap*

■ Un *credit default swap/option* permet de transférer le risque de contrepartie en obtenant ou en accordant une protection contre le risque de non-remboursement total ou partiel d'une créance.



*En cas de défaut paie le prix de marché de la créance*

► Une banque ayant accordé un prêt à une entreprise souhaite se couvrir contre le risque de défaillance de son client. Le *credit default swap* permet à la banque prêteuse d'obtenir d'une contrepartie une garantie de la dette de l'entreprise contre le paiement d'une prime. Le vendeur de risque paie une prime et reçoit en cas de défaillance sur un actif sous-jacent, une somme correspondant au capital restant dû (ou au prix de marché de la créance).

(1) Voir «Pilotage bancaire et contrôle interne», J.-M. Errera et Ch. Jimenez, ed. ESKA.