

PARTIE I

Mise en Perspective

I. NOTIONS ELEMENTAIRES

L'existence du risque de crédit est la raison d'être d'une activité financière en pleine croissance que ce mémoire propose d'analyser par la suite. Du point de vue d'un prêteur de capital, le risque de crédit existe dès lors qu'il y a absence de certitude sur la capacité de l'emprunteur à rembourser pleinement le principal d'une créance et de payer les intérêts dûs.

Plus généralement, on utilise le terme 'défaut' lorsque l'emprunteur est en état d'insolvabilité, n'étant pas en mesure d'honorer ses dettes. Dans la théorie de l'intermédiation financière, l'existence des banques qui sont à l'origine de l'octroi des prêts est justifiée par leur capacité de bien gérer ce risque. L'expertise en matière de prêt leur permet de sélectionner les emprunteurs avec les meilleurs projets d'investissement et de les surveiller, minimisant par là l'éventualité de défaut.

Le risque de défaut, cependant, subsiste, malgré toutes les précautions prises : l'emprunteur est sujet à des variations de la conjoncture de l'économie. Au niveau agrégé, le taux de défaut¹ devrait naturellement augmenter lorsque l'économie entre dans une crise majeure. La préoccupation de gérer ces éventualités incite ainsi les banques à s'intéresser aux possibilités de se couvrir contre ce risque.

Le transfert de risque de crédit s'inscrit dans cette logique. Cette activité existe sous deux formes, l'une traditionnelle qui répond effectivement à cette préoccupation des établissements de crédit, l'autre très récente dont les motivations vont au-delà de la couverture du risque de crédit. Sous la première forme, il s'agit d'une cession du risque de crédit par la banque à un assureur moyennant une prime, c'est la garantie d'assurance. Elle n'est pas négociable sur un marché secondaire et reste par conséquent jusqu'à maturité dans le bilan de l'assureur. La deuxième forme plus récente couvre les *asset-backed securities*² au sens large ainsi que les dérivés de crédit.

Ces instruments plus récents du transfert de risque de crédit s'adressent à un nombre beaucoup plus grand d'investisseurs institutionnels et non seulement aux assureurs. Ces instruments sont négociables et il y existe donc un véritable marché. On nomme généralement celui qui cède le risque « vendeur de risque » (ou « acheteur de protection »), et celui qui le prend en charge « acheteur de risque » (ou « vendeur de protection »). Dans cette optique, une banque peut être acheteur et vendeur de risque en même temps si elle se couvre contre un risque de défaut d'un de ses clients tout en offrant de la protection à une autre banque cédante.

Ce mémoire se consacre à l'analyse de la deuxième forme du transfert de

1 Emprunteurs insolubles sur le total d'emprunteurs

2 Anglais pour 'titres adossés à des actifs', dont la technique est aussi appelée titrisation

risque de crédit. Cela semble justifié car elle couvre plus d'intervenants, introduit des nouvelles motivations, comporte une gamme complexe d'instruments et pourrait avoir des implications considérables au niveau microéconomique et macroéconomique. Afin de bien saisir la nature d'un transfert de risque de crédit, deux questions s'imposent : Quel est l'actif sous-jacent ? Où se trouve-t-il après l'opération ?

A priori, tout actif ayant un risque de crédit inhérent est susceptible d'être à l'origine d'un *asset-backed security* (ABS). Les ABS au sens large comprennent les *mortgage-backed securities* (prêts hypothécaires), les *collateralized debt obligations* (CDO, incluant des obligations d'état et d'entreprises parmi d'autres), et les ABS au sens stricte (les crédits à la consommation, les crédits automobiles, les cartes de crédits...). Quant à la localisation de l'actif, on peut distinguer plusieurs cas :

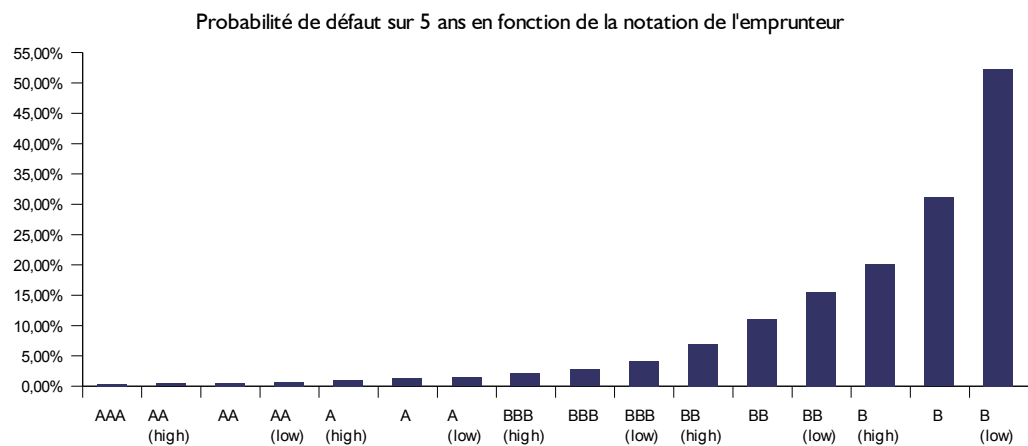
L'émetteur cède l'actif directement à l'acheteur de risque, ou le transfère à un fonds commun de créances (FCC)³ qui, lui, verse à l'acheteur du risque les flux des capitaux générés par l'actif sous-jacent. Dans les deux cas, il s'agit d'un *true sale*, l'actif sortant effectivement du bilan de l'émetteur/cédant. La titrisation traditionnelle en est un exemple. Il est cependant possible que l'institution originatrice du prêt garde l'actif dans son bilan pour des raisons juridiques ou à cause d'une considération stratégique par exemple, et ne transfère que le risque de crédit. Certaines formes de CDO et les *credit default swaps* de manière générale (CDS, les swaps de crédit) tombent dans cette catégorie.

La vente de protection est indissociable d'un principe fondamental d'investissement, celui de la corrélation entre risque et rendement. Un investisseur rationnel n'est en effet prêt de détenir un actif plus risqué que si son rendement offert est plus élevé. Une notion essentielle dans la mesure du niveau du risque de crédit est la probabilité de défaut qui, elle, donne une indication sur la solvabilité d'un débiteur sur un certain horizon de temps. En règle générale, plus la période de temps considéré est large, plus la probabilité de défaut tend à la hausse. L'estimation de ce risque de défaut fait intervenir les agences de notation qui par leur service occupent un rôle important dans le marché de transfert de risque de crédit.

Si un emprunteur fait effectivement défaut, appelé événement de crédit, le créancier tentera, afin d'éviter une perte totale des capitaux prêtés, de récupérer autant de fonds que possible par la vente des actifs du débiteur. Car défaut n'équivaut pas forcément à une perte de 100 pour cent des capitaux investis. Une entreprise en faillite, victime de son illiquidité, détient pour autant des actifs (bâtiments, machines, etc.) qui, lorsque vendu, permettent de compenser partiellement la perte initiale estimée par le créancier. Le taux de recouvrement (r), ou la sévérité de perte ($1-r$), sont les

³ voir législation anglo-saxonne : *special purpose vehicle* (SPV)

notions techniques à cet égard. Le graphique⁴ suivant retrace la probabilité de défaut compte tenu de la qualité de crédit de l'emprunteur. La notation des emprunteurs sera discuté en détail par la suite. A noter que la meilleure notation possible est nommée « AAA » (triple-A). On remarquera que la probabilité de défaut augmente lorsque la qualité de crédit du débiteur baisse, une tendance notamment non-linéaire. De même convient-il d'ajouter que la perception de la qualité de crédit ne se détériore pas violemment entre la notation « AAA » et « BBB ».



4 Constitué à partir des données issues d'un rapport de l'agence de notation DBRS

2. INTERVENANTS

Le développement de la finance structurée qui comprend les ABS au sens large et les dérivés de crédit a créé un véritable marché du risque de crédit qui permet la transformation des créances en titres financiers liquides et négociables. Ainsi, le transfert de risque de crédit n'est plus simplement une transaction impliquant une banque en tant que vendeur et un assureur en tant qu'acheteur de risque, mais offre à un plus grand nombre d'intervenants de s'engager dans ce marché.

En ce qui concerne la vente de risque (ou l'achat de protection) deux types de motivation émergent : sous l'optique dite de « *balance sheet* » (i.e. une opération de bilan), l'entité cédante envisage une meilleure gestion actif-passif. Le portefeuille en question a réellement été octroyé à l'issue de l'activité habituelle de l'établissement de crédit. Une banque par exemple, qui, après avoir octroyé des crédits à la consommation, émet sur le marché des ABS (donc des titres adossés ici à des prêts à la consommation), dans le cadre du management de portefeuille de ses prêts.

A côté du management de portefeuille il y a également l'intermédiation «(une opération dite « arbitrage ») où l'intervenant reprend par exemple des actifs (déjà titrisés) et vise à satisfaire, en élaborant des instruments de portefeuille avec des profils de risque/rendement variés, les besoins spécifiques des investisseurs en matière de l'appétit pour le risque, tel que par les montages des CDO. Les actifs sous-jacents ne proviennent pas nécessairement des bilans de ces intermédiaires.

En investissant dans un instrument qui transfère vers lui un risque de crédit, l'intervenant devient un acheteur de risque (ou vendeur de protection). En demandant un certain niveau de rendement pour son engagement à porter un risque de crédit, il promet de supporter les pertes en cas d'événement de crédit mais, profite pleinement des flux le cas échéant. Avec des profils de risque/rendement très variés, chaque vendeur de protection se positionne sur le marché selon son goût plus ou moins prononcé pour le risque. Beaucoup d'études soulignent que le marché du transfert de risque de crédit est un marché majoritairement interbancaire, ce qui signifie que les banques sont en même temps acheteuses et vendeuses de protection. En position nette dans les dérivés de crédit cependant, le secteur bancaire est acheteur de protection.

La couverture du risque de crédit par les assureurs, se fait, semble-t-il, en fonction de leur activité de base. Les assureurs *monoline* dont l'occupation principale consiste à garantir le paiement des flux d'un actif, tendent à avoir une aversion au risque et n'achètent que les titres les plus surs, noté AAA, vendant ainsi de la protection pour les tranches appelés *super-senior*. Les assureurs-vie semblent surtout investir dans les ABS alors que les assureurs généraux préfèrent les CDS. Enfin, les *hedge funds*, qui sont des fonds d'investissement non-réglementés à stratégie de couverture, sont récemment devenus des intervenants non-négligeables sur le marché en

vendant massivement de la protection. Ils se distinguent par leur plus grand goût pour le risque qui se manifeste par leur volonté d'acheter les parts moins bien notées, les tranches subordonnées, appelées *mezzanine* ou les tranches non notées, appelées *junior*. Par là, en échange d'un meilleur rendement, ils acceptent de supporter les premières pertes en cas d'événement de crédit. C'est le principe de la subordination qui sera discuté plus bas.

On comprend que la notion du risque est le facteur essentiel dans la décision d'investissement des vendeurs de protection. Comment avoir des renseignements sur la qualité de crédit, la probabilité de défaut et le taux de recouvrement potentiel en cas d'événement de crédit ?

Le besoin d'une évaluation rigoureuse et approfondie du risque de crédit des emprunteurs ou des titres de créances fait appel à des organismes se positionnant comme neutres et indépendantes, qui par leurs notations de crédit comblent le vide laissé par les imperfections du marché : les agences de notation⁵. L'investisseur acheteur de risque qui fait face à ces imperfections tel que les asymétries d'information et les coûts d'information, souffre d'une moindre capacité à surveiller efficacement la qualité de crédit d'un débiteur. Pour compenser ce manque d'information, il compte sur les évaluations des agences de notation afin de se procurer les renseignements dont il a besoin.

Les systèmes de notation des différentes agences sont, à quelques exceptions près, très similaires. La capacité d'une entreprise à faire face en temps et en heure à l'ensemble de ses obligations est indiquée par des lettres de A et D.

L'encadré de la page suivante présente la notation et les caractéristiques de la qualité de crédit de l'emprunteur suivant les définitions de Standard & Poor's.

Les agences de notation n'évaluent néanmoins pas seulement la dette des emprunteurs eux-mêmes, mais notent également les risques associés aux produits structurés. L'exigence, par les agences, d'un rehaussement de crédit (et donc d'un tranchement⁶) jugé compatible avec une qualité donnée répond ainsi aux différentes préférences des investisseurs au niveau de leur goût pour le risque.

Le service des agences de notation ne s'adresse enfin non seulement aux investisseurs mais aussi aux émetteurs des produits structurés qui sollicitent une notation relative aux risques d'un produit afin d'attirer ces investisseurs

5 Les plus connus sont: Standard & Poor's, Fitch, Moody's, DBRS et Best Capital

6 Voir Partie II

potentiels.

En conclusion, le rôle des agences de notation dans le fonctionnement du marché du transfert de risque de crédit est central par le fait que leurs évaluations des créances cautionnent les décisions d'investissement d'un très grand nombre d'acteurs sur ce marché. A titre d'illustration, certaines institutions financières sont soumises à des contraintes réglementaires qui les obligent à n'investir que dans des titres bénéficiant d'une notation minimale, tel la catégorie *investment grade*, par exemple. Cette catégorie regroupe tous les titres qui peuvent être considéré comme des valeurs sûres et s'oppose par là à la catégorie dite *speculation grade* (ou « *junk* ») pour laquelle l'investissement est perçu comme très risqué.

La notation de la qualité de l'emprunteur selon la définition de Standard & Poor's⁷

| Notation | Caractéristique de l'emprunteur |
|----------|--|
| AAA | La capacité de l'emprunteur d'honorer ses dettes est extrêmement forte |
| AA | La capacité de l'emprunteur d'honorer ses dettes est très forte |
| A | En très bonne santé financière, mais peut être affecté par des conditions défavorables |
| BBB | En bonne santé financière, mais des conditions adverses pourrait affecter la capacité à faire face en temps à l'ensemble des obligations |
| BB | Vulnérable aux conditions défavorables. Des incertitudes quant à la capacité de l'emprunteur d'honorer ses dettes persistent |
| B | Santé financières mauvaise. Honore actuellement ses dettes, mais des conditions défavorables vont probablement affecter cette capacité |
| CCC | Santé financière très mauvaise. Insolvabilité possible. Nécessité des conditions favorables pour pouvoir honorer ses dettes |
| CC | Santé financière extrêmement mauvaise. Incapacité d'honorer toutes les dettes très probable.. Très vulnérable |
| C | Insolvabilité imminente |
| D | Défaut |
| NR | Non noté par l'agence |

Investment grade

Speculation grade

⁷ Bankersalmanac.com, Standard & Poor's Definitions. Traduit en français par les auteurs

3. MOTIVATIONS

Passons à présent à l'ensemble des motifs qui expliquent le développement du marché du transfert de risque de crédit.

L'intérêt d'une titrisation traditionnelle peut être illustré à partir d'une réflexion sur la gestion de l'actif-passif d'une banque comme déjà mentionné plus haut. Le passif d'une banque de détail est surtout constitué de dépôts des particuliers et des entreprises, à vue et à terme, qui ont un caractère très liquide, car les déposants peuvent souhaiter retirer leurs fonds à tout moment⁸. Face à un passif qui s'accompagne d'un besoin en liquidité important, l'actif de la banque comporte avant tout des prêts aux particuliers et aux entreprises. Ces prêts dont les remboursements peuvent durer des décennies, sont ainsi par nature beaucoup moins liquides. Lorsque les besoins en liquidité que le passif impose ne correspond pas aux capacités de la livrer, la banque doit recourir à une gestion du refinancement. Le transfert de risque de crédit offre une nouvelle source de financement outre les alternatives traditionnelles de refinancement auprès de la BCE, du marché monétaire interbancaire ou par l'émission d'une dette bancaire directe. En cette qualité, le transfert de risque de crédit permet une diversification des sources de financement.

Le financement par l'émission des produits structurés peut s'avérer intéressant surtout lorsque l'actif titrisé bénéficie d'une notation meilleure que celle propre à la banque originatrice du prêt. Plutôt que de passer directement par le marché et d'être sanctionné par une notation médiocre (i.e. un coût élevé), la banque peut céder des portefeuilles de très bonne qualité et, par là, baisser ses coûts de financement.

Le transfert de risque de crédit trouve une autre application dans le cadre de la gestion du capital réglementaire. Dans cette optique, l'émission des produits structurés vise à une amélioration du ratio Cooke. Les accords de Bâle par la BRI (Banque des Règlements Internationaux) ont imposé aux établissements bancaires des contraintes en matière de fonds propres nécessaires par rapport aux prêts octroyés. En général, les fonds propres des banques ne doivent pas passer sous le seuil de 8 pour cent du montant global des prêts, mais les contraintes peuvent être plus importantes en fonction du risque de crédit de l'actif.

Les banques sont ainsi amené à utiliser le transfert de risque de crédit, sortant de leurs bilans des actifs afin de diminuer les besoins en fonds propres lorsque leurs ratios ne sont pas conformes aux directives. Il convient d'ajouter que ce besoin en fonds propres est considéré par les banques comme une charge provoquant des coûts d'opportunité. Le transfert de risque de crédit s'inscrit dans la volonté des banques d'optimiser leur gestion du capital réglementaire et constitue, par là, une motivation majeure pour les

⁸ Les dépôts à vue sont plus liquides que les dépôts à terme qui, eux, impliquent un préavis

institutions bancaires.

Toujours du côté des motivations liées à la cession de risque, se trouve, enfin, la gestion du risque de crédit lui-même. C'est à partir d'ici que les dérivés interviennent véritablement et que l'on parle de l'achat et de la vente de protection. Les banques transfèrent certains risques particuliers en vue de diminuer la concentration dans leurs portefeuilles qui pèserait sinon sur leurs bilans en les exposant excessivement à certaines activités sectorielles ou régionales. Il s'agit donc de réduire la sensibilité à certaines entités de référence très présents dans leurs portefeuilles.

La stratégie de la couverture du risque de crédit fait partie d'un objectif général de diversification des portefeuilles. Outre la couverture du risque par l'achat de protection, cette notion introduit une motivation à la vente de protection (donc l'achat des risques). La diversification des portefeuilles par l'achat des risques se manifeste par le désir des banques et des assurances de détenir des actifs qui sont jusque là très peu nombreux dans leur portefeuille.

L'effet souhaité se réalise si la corrélation entre les actifs achetés par la vente de protection et les actifs naturellement liées à l'activité principale d'une institution est négligeable. Le transfert de risque de crédit dans les deux sens permet ainsi aux opérateurs spécialisés et/ou régionaux de diversifier leur exposition sectorielle et géographique.

De manière générale, le transfert de risque de crédit rend possible l'accès à des classes d'actifs auparavant inexistantes dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. Toute institution, en fonction de son activité naturelle, mettra en œuvre une stratégie de diversification par la vente de protection. Si le marché de transfert de risque de crédit est un marché majoritairement interbancaire, c'est parce que les institutions bancaires cherchent à diversifier leurs portefeuilles. Si en termes agrégés, les banques sont surtout acheteuses nettes de protection, c'est que la couverture du risque comme motivation d'intervention prévaut.

Ces dernières années, la diversification n'était cependant pas la seule motivation pour les investisseurs d'offrir de la protection. Dans un environnement à taux d'intérêt relativement faibles, la recherche de rémunération du capital à amené les investisseurs à s'intéresser aux produits structurés qui, eux, offrent des rendements supérieurs au produits standards à notation comparable.

4. BENEFICES

L'engagement de nombreux institutions dans le marché de transfert de risque de crédit est conditionné par des motivations multiples au niveau micro-économique. L'avènement de ces techniques de transfert a-t-il des effets positifs sur le système financier, au niveau macro-économique ?

La dispersion du risque de crédit sur le plan macro-financier qui apparaît à travers le désir de diversifier les portefeuilles vient renforcer la résilience du secteur financier et par là, conforte la stabilité financière d'une économie. Cette stabilité renvoie à la notion de diversification : répartir le risque de crédit sur une gamme plus large d'investisseurs, surtout au-delà des frontières nationales, réduit théoriquement l'impact d'un événement de crédit sur un établissement en particulier. Celui-ci ne subirait plus de plein fouet et à lui tout seul un événement de crédit et ne causerait guère, par le biais de l'interdépendance des institutions, une réaction en chaîne (voir risque systémique).

Le caractère international du transfert de risque de crédit permet d'atteindre une plus grande stabilité parce que la divergence des cycles de crédit entre pays offre l'occasion de compenser le manque de dynamisme domestique par des activités sur un marché de crédit étranger. La vulnérabilité face aux chocs domestique en serait amoindrie.

L'optimisme à l'égard du transfert de risque de crédit semble être partagé par les institutions chargées du maintien de la stabilité financière. Alan Greenspan, ancien président de la *Federal Reserve* de New York, s'est exprimé dans un discours⁹ de 2003 ainsi :

« In past cycles, economic downturns often produced credit losses that were so severe that the capacity of those institutions to intermediate financial flows was impaired. As a consequence, recessions were prolonged and deepened. This time, the economic downturn has not significantly eroded the capital of most financial intermediaries, and the terms and availability of credit have not tightened to such an extent as to be significant factors in deepening the contraction or impeding the recovery. »

Il continue: *« Not only have individual financial institutions become less vulnerable to shocks from underlying risk factors, but also the financial system as a whole has become more resilient. Individual institutions' portfolios have become better diversified. Furthermore, risk is more widely dispersed, both within the banking system and among other types of intermediaries and institutional investors. Even the largest corporate defaults in history (WorldCom and Enron) and the largest sovereign default in history (Argentina) have not significantly impaired the capital of any major financial intermediary. »*

9 Alan Greenspan, Conference on Bank Structure and Competition, 8 Mai 2003

En conclusion, le transfert de risque de crédit, surtout par les dérivés de crédit, semble avoir apporté une plus grande résilience du système financier face aux crises majeures potentielles.

En matière de titrisation des prêts, on peut avancer comme bienfait essentiel une disponibilité accrue des crédits. Le rationnement de crédit étant considéré comme un obstacle à la croissance économique, le transfert de risque de crédit facilite justement l'octroi de nouveaux prêts parce qu'il permet aux banques de se refinancer plus facilement et de respecter les contraintes en fonds propres. Dans un pays qui affiche un grand besoin de financement, par exemple, le recours à la titrisation des prêts est désirable car c'est grâce à cette alternative de refinancement que les institutions bancaires peuvent faire face à la demande élevée de crédit.

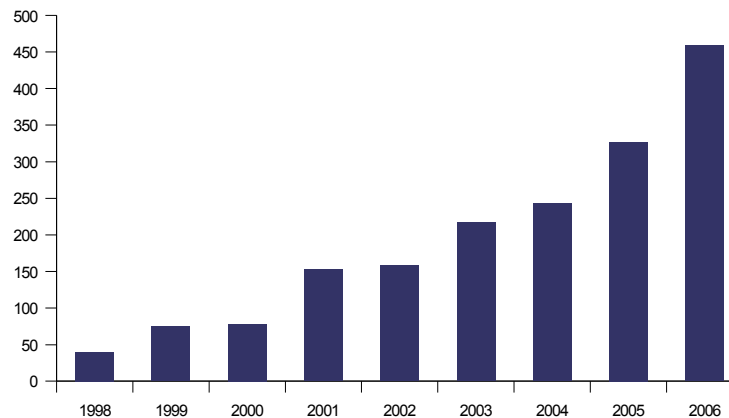
Si le transfert de risque de crédit ouvre aux institutions financières des portes dans leur gestion au quotidien, des bénéfices en découlent naturellement au niveau macro-économique. Cette technique, utilisée prudemment, est donc susceptible d'assurer une plus grande stabilité financière par la dispersion des risques et un plus grand accès au crédit.

5. TENDANCES

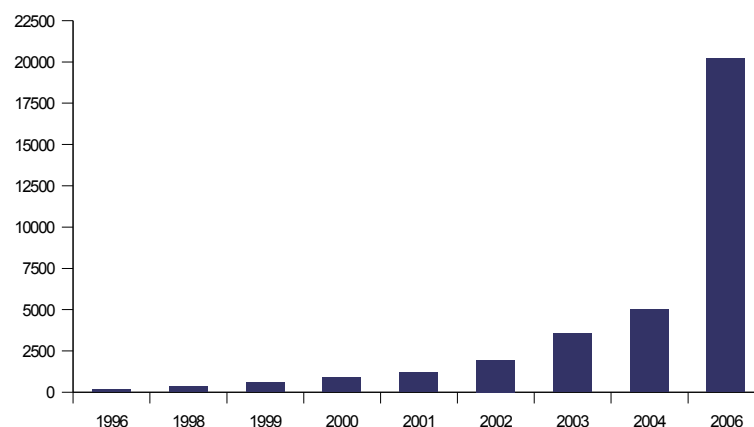
Le transfert de risque de crédit a vu le jour d'abord aux États-Unis où la titrisation traditionnelle est apparue dans les années 80, suivi par les dérivés de crédit et d'autres instruments plus complexes dans les années 90. L'Europe s'est réellement ouverte à ces nouvelles techniques dans les années 90 en donnant le feu vert à son développement par des réformes juridiques¹⁰.

Depuis, ce marché très jeune fait preuve d'une croissance extraordinaire : les émissions européennes de titrisations¹¹ au sens large ont augmenté de plus de 1000 pour cent depuis 1998, ayant atteint 458,9 Mrd euros en 2006, et les encours notionnels des dérivés de crédit¹² au niveau mondial ont véritablement explosé pendant cette même période ayant atteint \$ 20.207 Mrd en 2006 ce qui correspond à une multiplication par environ 57 des encours en 8 ans.

Emissions de titrisations européennes en Mrd. euros



Encours des dérivés de crédit au niveau mondial en Mrd. dollars



¹⁰ Quant au retard de la France, C. De Boissieu note : « Ce faux départ a, heureusement, été corrigé par des textes de 1993, 1996, 1998, 1999 allant dans la même direction – la déréglementation – mais soucieux de maintenir l'équilibre entre flexibilité et sécurité »,

¹¹ Les données proviennent de l'European Securitisation Forum, *Data Report* hiver 2007

¹² Données de la British Bankers' Association (BBA). Il manque l'année 2005

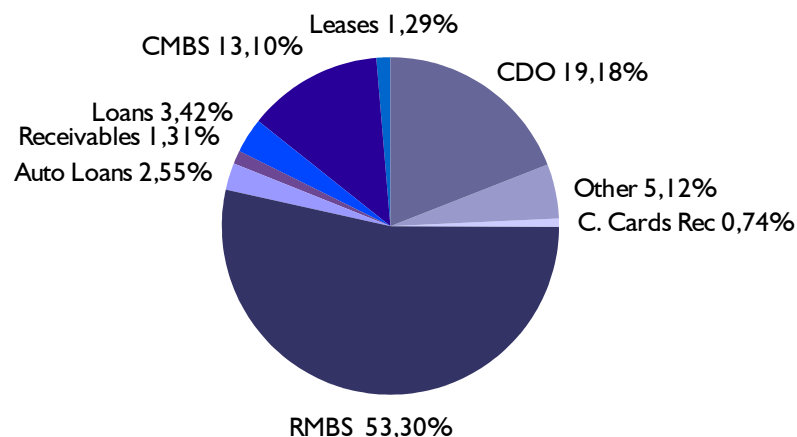
Il ne faut cependant pas sous-estimer l'importance de la titrisation en comparant son développement en Europe au développement mondial des dérivés de crédit. Les ABS au sens large sont des instruments courants depuis plus longtemps aux États-Unis et une agrégation aurait caché une tendance que ce mémoire tient à souligner.

Le lecteur pourrait répondre que la comparaison est délicate car les deux valeurs sont exprimées en deux monnaies différentes. Les problèmes de mesure commencent ici : Comment valoriser les encours lorsqu'on souhaite agréger des données internationales (au taux de change du jour, au taux de change par mois, par taux de change fixé d'avance) ?

En conséquence, les différences des méthodes peuvent facilement provoquer des divergences de mesure qui dépassent les milliards. Puis, au niveau des dérivés de crédit et des CDO, est-ce qu'il serait préférable de mesurer uniquement les transactions *funded* qui impliquent un paiement en capital de la part des investisseurs acheteurs de risque, ou vaudrait-il mieux d'inclure également les opérations *unfunded*, nommées synthétiques où l'acheteur de risque reçoit des primes de CDS sans avoir avancé des fonds ? Faut-il mesurer le risque couvert par l'acheteur de risque qu'il soit financé ou pas ? Le marché de transfert de risque étant très jeune, le temps apportera certainement une standardisation en matière d'évaluation des encours.

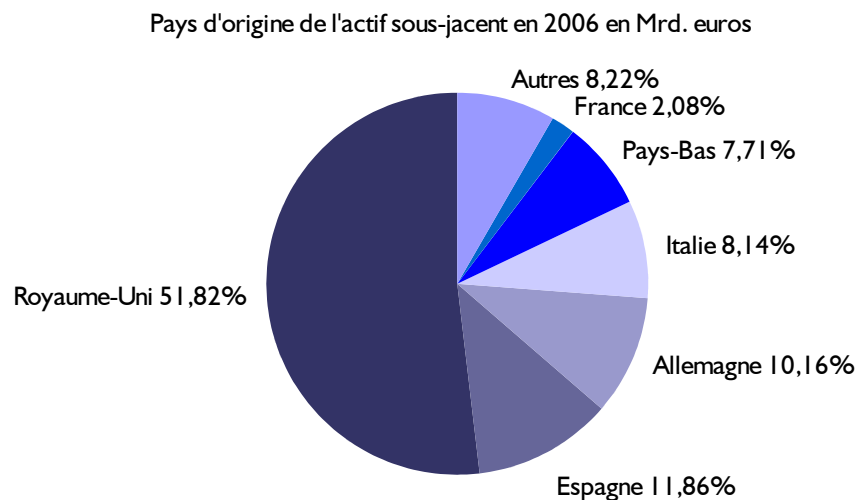
Mettons en regard quelques caractéristiques de la titrisation européenne. Au niveau des actifs sous-jacents que les émetteurs européens adossent à des titres, il y a une dominance forte des prêts hypothécaires, surtout aux particuliers (*residential MBS*) et dans une moindre mesure aux entreprises (*commercial MBS*). Les MBS à eux seuls occupent en effet plus de 60 pour cent du marché européen de la titrisation¹³.

Décomposition du marché des ABS au sens large en 2007 en fonction de l'actif sous-jacent



¹³ Données proviennent de l'European Securitisation Forum, *Data Report* hiver 2007

En ce qui concerne le pays d'origine¹⁴ des actifs sous-jacents, on remarque une dominance du Royaume-Uni : environ 52 pour cent des actifs émis sur le marché en 2006 sont d'origine britannique. Mesuré par leur poids économique dans l'Europe, la France et l'Allemagne ne sont que très peu actifs sur ce marché ce qui est illustré par des émissions d'ABS à petite échelle relativement aux autres pays, et la France est notamment dépassés par l'Espagne, les Pays-Bas et l'Italie. L'Allemagne, encore placé derrière tous ces trois pays en 2005, a accélérée son intervention pour voir ses émissions croître d'environ 140 pour cent en 2006.



Sur le marché des dérivés de crédit, certaines tendances à l'heure actuelle méritent d'être mises en vue. La décomposition selon les types de produits utilisés montre en effet une dominance des *credit default swaps* à la hauteur de 90 pour cent en Europe¹⁵, et de 97,5 pour cent aux États-Unis¹⁶. Sa prépondérance massive face à des alternatives comme les *total return swaps* ou *credit linked notes* s'explique principalement par son degré élevé de standardisation et par sa relative ancienneté.

Les deux graphiques suivants confirment les propos précédents : le marché des dérivés de crédit est un marché majoritairement interbancaire à quoi s'ajoute que le secteur bancaire prend une position nette d'achat de protection. On voit cependant que le secteur bancaire n'est pas le seul à se couvrir contre le risque. Les institutions non-bancaires acheteuses de risque peuvent se couvrir elles-mêmes contre des pertes potentielles qu'elles sont censées absorber en cas d'événement de crédit.

On remarque par ailleurs l'importance des *hedge funds* en tant que

¹⁴ Données proviennent de l'European Securitisation Forum, *Data Report* hiver 2007

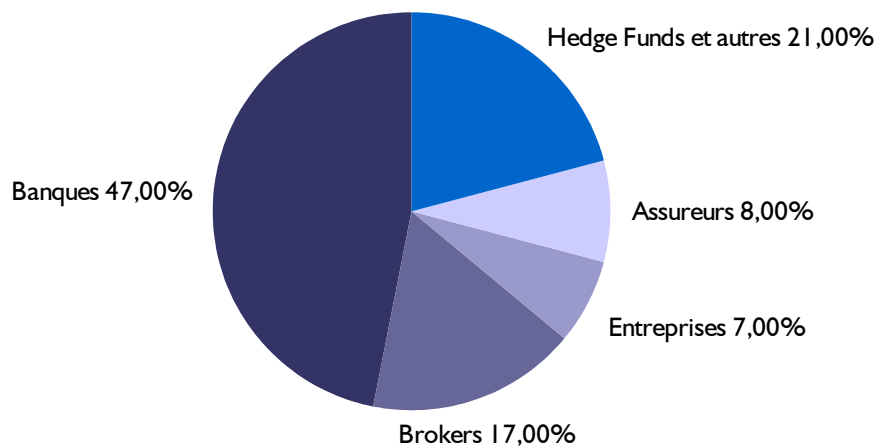
¹⁵ Bundesbank « *Credit risk transfer instruments* », (Avril 2004)

¹⁶ OCC's « *Quarterly Report on Bank Derivatives Activities* », (2006)

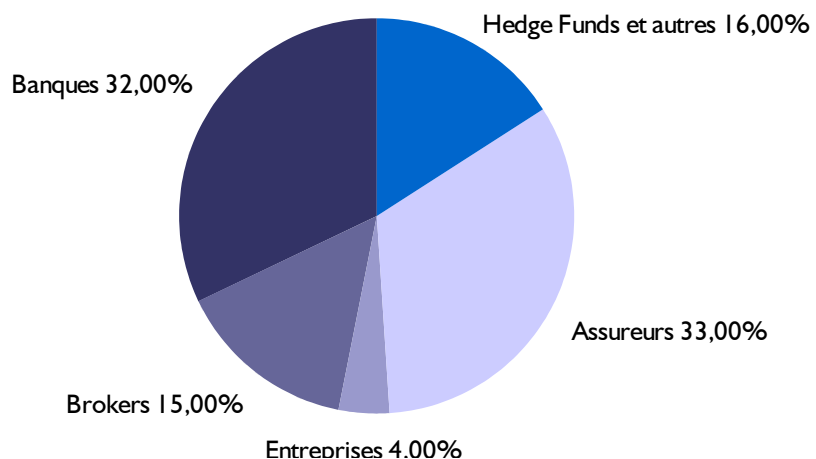
participants à l'achat comme à la vente de protection¹⁷.

Un rapport¹⁸ du FMI adresse cette particularité : « *A single underlying credit transaction can give rise to multiple gross credit derivative transactions as dealers re hedge and lay exposures off on one another. The total gross credit exposures created through this process can in principle substantially exceed the exposure on the underlying instrument. For example, an initial \$1 billion credit transaction might give rise to 5 rounds of hedging as dealers pass the exposure around the market. Each transaction involves the creation of another \$1 billion in gross exposure to one counterparty; five such transactions therefore give rise to \$5 billion in gross credit exposure* ».

Acheteurs de protection en 2004



Vendeurs de protection en 2004



17 Données proviennent d'un rapport de la BdF « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière? », (2002)

18 FMI «The market for credit risk transfer vehicles » (2002)

Le marché des *CDS* couvre les dettes d'environ 1500 entreprises de plus ou moins grande taille, dont 200 sont très activement négociées¹⁹. Selon un rapport de Standard & Poor's²⁰ de 2003, il s'agit d'entreprises en très bonne santé financière ayant des perspectives prometteuses à long terme. Avec 90 pour cent des actifs noté *investment grade*, le marché des *CDS* est aperçu comme un marché sûr, négociant des crédits de très bonne qualité.

Une analyse²¹ plus récente de FitchRating révèle cependant qu'il y a une tendance à la baisse quant à la qualité du crédit sur le marché des dérivés de crédit. Si la part des crédits ayant une notation *speculation grade* s'est effectivement limitée à 8 pour cent à la fin de 2002, elle a augmenté pour atteindre 31 pour cent à la fin de 2005.

Face à une part croissante que la négociation des risques de crédit relativement élevés occupe, il convient de faire le point sur la santé financière des entreprises en consultant les taux historiques de défaillance et les variations de notation donné par les agences.

Le taux de défaillance (nombre d'émetteurs défaillants sur le nombre total d'émetteurs) au niveau mondial était, durant la période de crise en 2001/2002, de l'ordre de 4 pour cent, toute qualité de crédit confondue. Parmi les entreprises classées *speculation grade*, ce taux a atteint 10 pour cent cette même année. Bien que ces taux aient baissés en 2003 à 1,7 et 4,8 pour cent respectivement²², on imagine aisément que lors d'une conjoncture morose, la vente de protection peut s'avérer être une stratégie coûteuse.

Dans cette optique, les excès d'endettement potentiels des entreprises pourraient constituer un obstacle au bon fonctionnement du marché du transfert de risque de crédit. L'AMF s'inquiète: « Depuis 2000, on compte, toutes décisions d'agences confondues, quatre abaissements de note pour un relèvement en Zone Euro et aux États-Unis ».

Il semble donc légitime de se poser des questions sur la portée et les limites du transfert de risque de crédit, de passer en revue l'affirmation selon laquelle les bénéfices excèdent les coûts. La Partie III sera consacré aux implications micro-économiques, macro-économiques et systémiques : la vision optimiste des intervenants privés et des autorités financières est-elle justifiée ? Afin d'être à la hauteur de la problématique, ce mémoire propose en deuxième partie une présentation détaillée des instruments utilisés dans le risque de crédit.

19 BCE, « Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management », (2004)

20 Standard & Poor's: « Demystifying Banks' Use of Credit Derivatives », (2003)

21 Fitch Rating: « Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts » (2006)

22 AMF: « Rapport 2004 de l'AMF sur les agences de notation », (2004)