

PARTIE III

Les implications du transfert de risque de crédit

Le recours au transfert de risque de crédit prend de l'ampleur. Etant désormais reconnu par les autorités de marché comme un phénomène majeur de la finance, son influence potentiel sur la stabilité financière a été souligné par de nombreux rapports ces dernières années. Cette troisième partie du mémoire tentera de présenter les résultats de ces études en discutant les implications tant micro-économiques que macro-économiques et les risques systémiques associés à la marchandisation du risque de crédit.

I. IMPLICATIONS MICROECONOMIQUES

L'influence du transfert de risque de crédit au niveau micro-économique invite à une revue sous deux angles, l'un concernant les intervenants, l'autre les instruments.

(A) Considérations liées aux comportements des intervenants

Si le transfert du risque de crédit est une activité récente, le comportement des individus face aux risques a déjà incité le philosophe Sénèque à conseiller de se méfier de l'homme qui encourage de procéder à des actions dans lesquelles il ne court lui-même aucun risque. La cession des actifs et le transfert de risque de crédit ont-ils donc des répercussions sur le comportement des établissements de crédit ?

Problèmes d'incitation

Avant l'avènement de la marchandisation du risque de crédit, les banques étaient bien à l'origine de l'octroi des prêts, mais étaient aussi nécessairement les contreparties à long terme des emprunteurs, car gardant des créances jusqu'à maturité dans leurs bilans. En sélectionnant les clients puis en les surveillant tout ou long du contrat, les banques ont assuré que les prêts avaient des fortes chances d'être remboursés. Dès lors que les établissements de crédit peuvent se couvrir contre le risque de défaut, se réduisant alors à des distributeurs des fonds, cette incitation à la sélection et à la surveillance peut passer en désuétude, car *in fine* ce ne sont plus eux qui supportent les pertes potentielles ; lorsqu'il n'y a pas de risque il peut ne pas y avoir de mesure de précaution.

Le transfert de risque de crédit cristallise un conflit d'intérêt entre vendeur et acheteur de risque. Ce dernier cherche à minimiser son exposition au risque de crédit, alors que le premier peut même avoir intérêt qu'un événement de crédit survienne. Dans le cadre des CDS où la définition des événements de crédit peut être plus ou moins large, l'acheteur de protection pourrait refuser de coopérer avec l'emprunteur en difficulté financière, afin de déclencher un paiement contingent prématuré de la part du vendeur de protection. Autrement dit, le vendeur de protection porte un risque de crédit dont le niveau est déterminé, potentiellement, par le comportement de l'institution émettrice.

Ces problèmes d'incitation posent clairement un obstacle au bon fonctionnement du marché du transfert de risque de crédit. La défense de l'acheteur de risque y est essentielle. Les instruments *single-name* se limitent à un nombre restreint d'actifs sous-jacents tels des grandes entreprises ou des pays dont l'information est publique et pour lesquels la notation de la qualité de crédit existe. Les investisseurs peuvent se renseigner à l'égard des titres en question avant qu'ils ne se portent acheteurs de risque et éviteraient ainsi d'être à la merci exclusive de l'institution émettrice/arrangeuse.

En ce qui concerne les instruments de portefeuille tels les ABS, la sélection des actifs sous-jacents par l'émetteur est surveillée de près par les agences de notation qui donnent une notation correspondante, reflétant les risques du portefeuille. Si cela n'empêche pas les émetteurs à négliger potentiellement la surveillance des emprunteurs après l'octroi des prêts, la sélection des clients s'en retrouve affectée. L'établissement de crédit a en effet intérêt de bien choisir les projets d'investissement des clients, car si elle procède à la titrisation, des prêts non-performants détectés par les agences se répercutent sur la qualité perçue du produit structuré. La banque risque ainsi de ne pas pouvoir se débarrasser d'un risque douteux qu'elle a pris par manque de sélection, persuadé qu'elle le sortira de son bilan à travers le transfert du risque de crédit.

Les problèmes d'incitation de la part des émetteurs des produits structurés peuvent également être adressés en les obligeant de garder une partie de la tranche *first-loss* : l'émetteur subirait ainsi le premier les conséquences de son comportement face aux emprunteurs, raison pour laquelle il est incité de maintenir la sélection et la surveillance. Mais cette approche s'avère incompatible avec le but de déconsolidation.

Si le marché du transfert de risque de crédit fonctionne bien sans qu'il n'y ait des comportements opportunistes frappants de la part des émetteurs, c'est indubitablement aussi dû aux considérations du risque de réputation. Le souci que les actifs sous-jacents se portent bien est une préoccupation importante vu que cela conditionne les possibilités futures du recours au transfert de risque de crédit. L'exagération de la qualité de crédit d'un portefeuille émis aujourd'hui, et touché par le défaut demain, n'est naturellement pas dans l'intérêt d'un émetteur pour qui le transfert de risque de crédit constitue un outil important de la gestion des besoins en fonds propres, du refinancement et du risque de crédit. Sa dépendance assure en quelque sorte l'alignement des intérêts réciproques.

Les asymétries d'information

Le concept des problèmes d'incitation est repris dans le cadre de la théorie des asymétries d'information pour expliquer des comportements opportunistes potentiels tant des vendeurs que des acheteurs de risque.

Doté de moins d'information publique que le marché obligataire, le marché du transfert de risque de crédit se caractérise par l'asymétrie d'information dès lors que le vendeur de risque dispose de plus d'information sur la qualité de crédit que l'acheteur de risque, chose fort probable compte tenu du fait qu'il s'agit des centaines de milliers de prêts aux particuliers et aux entreprises de toute taille qui peuvent servir de sous-jacent dans les produits structurés.

La théorie de l'asymétrie d'information propose d'analyser les implications micro-économiques à travers l'antisélection et le risque moral tant pour les relations « prêteur-emprunteur » que pour les relations « prêteur-acheteur du risque ».

L'antisélection dans le cadre de la relation « prêteur-emprunteur » s'inscrit dans la logique des problèmes d'incitation. Tant qu'il y a des acheteurs de risque potentiels, les banques pourraient procéder à des octrois de prêts sans sélectionner les demandes de crédit ce qui baisse en tendance la moyenne de la qualité de crédit. A son tour cela se répercutera sur la volonté des investisseurs d'offrir de la protection. L'antisélection implique l'inobservabilité des actifs. En théorie, l'existence des notations de crédit offre aux acheteurs de risque un moyen de distinction, ce qui réduit les possibilités de manifestation. A noter toutefois, que le modèle de rémunération des agences repose sur la facturation de l'arrangeur (et non pas de l'investisseur). Une configuration qui ne fait que repousser la problématique.

En absence de transfert de risque de crédit, la surveillance du prêteur des projets d'investissement s'avère avantageux pour le débiteur en ce que cela lui procure une « certification bancaire » confirmant sa bonne qualité de crédit. Cela lui rend possible un accès à moindre coût au marché obligataire. En se couvrant contre ce débiteur, la banque peut envoyer un signal négatif à son égard ce qui peut en retour augmenter son coût de financement sur le marché obligataire avec toutes les conséquences que cela implique sur les choix des projets futurs.

Le risque moral associé à l'achat de protection peut conduire la banque à provoquer un événement de crédit en refusant à l'emprunteur des fonds d'urgence. Etant couvert par l'achat de protection, l'établissement de crédit peut prendre une position beaucoup plus ferme qui va à l'encontre des besoins de l'emprunteur.

La relation « prêteur-vendeur de protection » donne lieu à une asymétrie d'information en faveur de l'établissement de crédit dans le cas des actifs moins bien connus ou non notés. L'émetteur peut ainsi être tenté de ne pas partager l'ensemble de ses connaissances avec les acheteurs de risque ou les agences de notation, afin d'éviter la diffusion d'informations défavorables à l'égard des actifs figurant dans la transaction de titrisation. Rappelons cependant que le risque de réputation influence fortement les décisions des

institutions émettrices pour lesquelles la préférence pour le présent est limitée. Le risque moral de la part de l'acheteur de protection concerne l'abandon de la surveillance et le déclenchement prématuré d'un événement de crédit qui dans la relation « prêteur-emprunteur » aboutit à la faillite du débiteur. Puis dans la relation « prêteur-vendeur de protection », le risque moral génère des paiements contingents en cas de transfert synthétique et sinon, provoque une perte de valeur du collatéral en cas de cession parfaite.

Le risque moral existe cependant également du côté du vendeur de protection dans le cas du transfert synthétique. Bien qu'il ait pris des engagements, il peut retarder ou même refuser le paiement contingent en cas d'événement de crédit.

Là encore le risque de réputation joue en faveur du bon fonctionnement du marché, du côté des vendeurs de risque, cherchant la continuation du transfert du risque sans être considérés comme des marchands de risque douteux, comme du côté des vendeurs de protection qui sont considérés comme des contreparties fiables s'ils respectent les règles¹. La standardisation des instruments et des définitions des événements de crédit a également écarté le potentiel de dysfonctionnement dû au risque moral. Enfin, au niveau juridique, le manque de volonté de communiquer aux acheteurs de risque toutes les informations disponibles constitue une faute et les libère de tout engagement pris auparavant (dole).

Risque de contrepartie

Ce risque se pose pour l'acheteur de protection dans le cadre du transfert synthétique. Il n'est pas à confondre avec le risque moral de la part d'un vendeur de protection pour lequel il y aurait refus volontaire de se plier aux réglementations. Le risque de contrepartie touche à la capacité financière du vendeur de protection de faire face à l'ensemble des paiements contingents nécessaires en cas d'événement de crédit. Si dans la cession parfaite ce risque n'apparaît pas parce que l'actif a été vendu, la banque ayant récupéré les fonds dès le départ à travers le financement de l'investisseur, le transfert synthétique n'implique pas nécessairement un financement. Nous avons vu cependant que les *CLN*, malgré leur transfert synthétique du risque de crédit, sont collatéralisés, et évitent par là l'exposition de l'acheteur de protection au risque de contrepartie.

Le risque de contrepartie s'applique donc aux *CDS single-name*, et aux *CDO* qui ne sont pas complètement financés. Les *CDO* synthétiques partiellement financés possèdent une tranche *super-senior* qui, elle, est non-financée et contracté par *CDS*, et couvre les pertes élevées mais très improbables. Si jamais ce cas se réalise, les montants en jeu sont énormes : l'acheteur de protection à intérêt d'assurer que ces paiements contingents

¹ Standard & Poor's publie le *Financial Enhancement Report* qui couvre entre autre la volonté de payer des assureurs en cas d'événement de crédit

pour lesquels il verse des primes s'effectuent réellement. Le risque de contrepartie le conduit ainsi à ne choisir que des assureurs de très bonne notation qui sont capables de faire face à des paiements contingents potentiellement très élevés.

Risque de concentration

La dispersion du risque de crédit a été avancé comme bénéfique central du transfert de risque de crédit susceptible d'augmenter la stabilité financière. Est-ce que cet effet est en fait aussi marqué qu'espéré en présence d'une tendance à la concentration ? Quelques acteurs-clé agissant en tant qu'acheteurs et vendeurs de protection sont très actifs sur ce marché qui fait déjà preuve d'une concentration par son caractère majoritairement interbancaire.

Aussi longtemps que tout marche bien, la concentration ne pose sûrement pas de risque. Mais qu'est-ce qui arrive dans un environnement de baisse générale de notation, d'une hausse des taux de défaut ? Le secteur financier restera-t-il aussi résilient que postulé lorsqu'une grande partie de la protection des risques improbables mais énormément coûteux est couvert par quelques assureurs dont les bilans financiers sont opaques ?

Une autre dimension du risque de concentration touche à la possibilité qu'un acteur majeur se retire du marché. Si cela se passe du côté de la vente de protection, cela pourrait, à travers le mécanisme de la confrontation de l'offre et de la demande, se répercuter sur le niveau des primes, revues à la hausse. Le scénario reste néanmoins improbable et est une caractéristique propre à tout marché jeune.

Risque de notation

L'importance du rôle des agences de notation a été évoqué à plusieurs reprises tout au long de ce mémoire. Leurs avis cautionnent les décisions des investisseurs qui, eux, sont responsables du placement de sommes considérables de capitaux, non seulement pour compte propre des institutions financières, mais aussi dans le cadre des fonds collectifs de retraite, d'assurance-vie etc. Il est extrêmement important que les décisions prises par les investisseurs soient judicieuses, car la santé financière de bon nombre de personnes en est affectée.

L'évaluation de la qualité de crédit d'un emprunteur ou d'un produit structuré n'est pas nécessairement sans faille. Toute notation est basée sur un modèle d'approche mathématique pondérant tel ou tel caractéristique plutôt qu'un autre. Si les agences de notation se sont avérées la plupart du temps fiables à ce jour, les investisseurs ne devraient pourtant pas lier leur choix d'investissement uniquement aux avis des agences.

La méfiance devrait rester à l'ordre du jour face à l'évolution des instruments les plus récents tel les *CDO*³ (littéralement les *CDO* de *CDO* de *CDO* (!)). Les agences de notation procèdent à l'évaluation de la structure avec l'aide de

l'institution émettrice/arrangeuse du produit. On s'en doute bien que la notation des structures hautement compliquées, dont l'innovation est guidé par les banques arrangeuses, peut être quelque peu questionnable.

(B) Considérations liées aux caractéristiques des instruments

La compréhension des instruments est un impératif pour les investisseurs désirant s'engager dans le marché en vue de connaître la prise de risque qui s'associe à chacun des produits. Le concept de la titrisation traditionnelle est par sa nature relativement accessible. Il y a cession parfaite et financement, le tout pivotant autour d'un SPV. Celui-ci étant *bankruptcy-remote*, une grande implication de la première génération des instruments de la marchandisation du risque de crédit a déjà été adressée. Les risques portés par l'investisseur se limitent strictement aux risques liés à l'actif qu'il a acquis. Le défaut de l'établissement de crédit, émetteur du prêt à l'origine, ne l'affecte, en principe, plus.

Les portefeuilles d'ABS et de MBS regroupent un grand nombre d'actifs homogènes. Des événements de crédit ne manqueront pas de surgir, mais l'homogénéité des actifs n'implique pas une corrélation positive entre eux. Si défaut il y a parmi certains emprunteurs, rien ne justifie de croire que l'ensemble des actifs du portefeuille suivra dans la tendance – à moins qu'il y ait une crise majeure qui s'annonce.

En absence d'une telle crise majeure économique, la titrisation semble être un instrument relativement prévisible dans une approche statistique. Les investisseurs devraient être néanmoins conscients du risque de remboursement anticipé : l'emprunteur ayant remboursé l'intégralité du principal avant l'échéance du contrat, l'investisseur n'aura pas touché tous les paiements d'intérêt auxquels il s'attendait initialement. Ceci ne constitue pas à proprement parler un risque car l'investisseur récupère le principal et ne supporte *ex post* qu'un coût d'opportunité (ou de réinvestissement éventuel).

La deuxième génération d'instruments complique quelque peu l'évaluation des risques. Comment modéliser les prix lorsque la possession réelle des actifs n'est plus une condition préalable au déroulement d'une transaction ? Cette question se pose pour tout instrument impliquant le transfert synthétique. Des modèles mathématiques sont à l'œuvre pour déterminer un prix qui correspond à un certain niveau de risque ; le niveau de risque n'est cependant lui-même pas une donnée qui tombe du ciel, mais est issue d'un processus de « *risk modelling* » que proposent plusieurs modèles². Vu que cela renvoie à l'ingénierie financière, contentons nous de réitérer le constat de plusieurs autorités financières selon lequel les modèles utilisés par les banques s'améliorent et qu'il faut voir les imprécisions actuelles dans la lumière de la jeunesse du transfert de risque de crédit. Retenons toutefois la

encore le modèle actuariel

notion du « *model risk* ».

Risque de liquidité

Quand les sources de financement du marché secondaire sont faibles à tel point que la négociation des titres sur une base régulière est restreinte, il y a un risque de liquidité. Un marché liquide assure qu'un investisseur en situation de difficulté temporaire souhaitant se débarrasser d'un produit afin de libérer des fonds, trouvera une contrepartie prête à lui racheter son titre. Quelle est donc la capacité du marché du transfert de risque de crédit de faire face à des demandes accrues et soudaines de liquidité?

Le marché des *CDS single-name* ne couvre qu'environ 2000 noms. Il s'y agit d'emprunteurs pour lesquels l'information publique et des notations existent et qui sont donc connus chez les investisseurs ce qui favorise la liquidité. À l'état actuel, on ne devrait néanmoins pas surestimer son importance. Des prix quotidiens ne sont disponibles que pour moins de 25 pour cent seulement des 2000 noms³. Cela revient à dire que même les *CDS* portant sur certains noms assez visibles sur le marché mondial ne sont pas toujours instantanément négociables. La liquidité du marché des *CDS single-name* a été en effet jusqu'à présent susceptible d'être en proie des volatilités soutenues du marché : dans des telles situations, la demande de protection dépasserait largement l'offre.

Les indices des tranches de *CDS* standardisés (*iTraxx*), en revanche, ont déjà apporté une meilleure transparence, une cotation en continu, et par conséquent une liquidité importante.

La liquidité d'un produit est en général fonction de sa plus ou moins grande standardisation. Les *CDO* synthétiques à tranche unique (*single-tranche* ou *bespoke CDO*), par exemple, sont des instruments sur mesure, arrangés par les intermédiaires pour s'adapter aux besoins spécifiques des investisseurs. Cela facilite le déroulement des transactions sur le marché primaire, mais rend sa négociation sur le marché secondaire d'autant plus difficile. Les instruments sur mesure sont aussi par nature relativement illiquides. Au moment de l'achat, les investisseurs n'ont en effet pas l'intention de revendre sur le marché secondaire à un moment donné, mais de garder l'actif jusqu'à maturité, comportement appelé « *buy-and-hold* ». Ceci renforce encore la tendance à l'illiquidité. Par ailleurs, les investisseurs « *buy-and-hold* » souscrivent d'habitude surtout les tranches *senior* et *mezzanine* ce qui résulte en un manque de liquidité concentré sur ces deux tranches.

3 FMI (2006): The influence of credit derivatives and structured credit markets on financial stability

Vu que les titres ont été achetés pour être gardés, l'illiquidité ne paraît pas être gênante pour le fonctionnement de ce marché. Mais si un investisseur, malgré l'intention initiale, a recours au marché secondaire pour revendre son actif, il doit s'attendre à ce que l'illiquidité lui coûte cher étant donné qu'il sera obligé de céder à un prix défavorable.

Risque de documentation

Les contrats bilatéraux tels que les CDS peuvent donner lieu à des interprétations divergentes de la part des deux contractants en cas d'incomplétude des clauses. Cette incertitude légale peut découler d'une imprécision sur les événements de crédit qui déclenchent un paiement contingent. Quelques expériences dans le passé concernant la Russie, l'Argentine ou Enron, par exemple, ont incité l'ISDA à proposer une définition exacte de tous les événements de crédit qui devaient être couverts par les contrats CDS. Une fois la standardisation appliquée, les comportements opportunistes en seront limités ce qui devrait être favorable au développement du marché des CDS.

Risque de corrélation

Dès lors qu'il s'agit d'instruments de portefeuille, l'interdépendance des performances des actifs sous-jacents doit être prise en compte. La dépendance réciproque entre deux actifs, ou la dépendance de deux actifs à un même état de faits, introduit dans un portefeuille le risque de corrélation.

Les titrisations des prêts hypothécaires s'accompagnent-elles d'un degré élevé de corrélation, dû à l'homogénéité des portefeuilles ? Les RMBS, par exemple, regroupent de nombreux particuliers – plus le nombre est important, plus le portefeuille est dit « granulaire ». Le défaut de paiement d'un d'entre eux n'a pas d'incidence majeure sur la capacité des 9.999 autres emprunteurs (par exemple) d'honorer leur dette. La corrélation n'est ainsi pas un enjeu majeur dans les instruments de portefeuille de la titrisation traditionnelle. Elle se fait néanmoins sentir lorsque l'économie globale d'un pays est en difficulté grave. A ce moment-là, les prêts hypothécaires comme actifs tendent à devenir plus risqués car la santé financière des particuliers a de fortes chances de se détériorer. Les portefeuilles constitués uniquement de prêts hypothécaires sont alors nécessairement sujets au risque de corrélation dans ce cas extrême.

La corrélation est bien plus perceptible dans les CDO, surtout dans les montages relativement compliqués, incluant des produits structurés comme des actifs sous-jacents. La prise en compte du risque de corrélation donne une indication sur des pertes potentielles. Si la sévérité de la perte attendue d'un portefeuille est, mettons, à 5 pour cent et les actifs sous-jacents sont non-corrélés, il y a une distribution de forme normale des pertes. La probabilité que ce portefeuille n'est touché par aucun défaut est très faible. On se rapprochant de la sévérité de la perte attendue de 5 pour cent, la probabilité que cela se réalise est assez élevée. Toute sévérité de perte dépassant ce

seuil est de plus en plus improbable (traduit pas son écart-type).

La distribution des pertes est différente dans un portefeuille d'actifs corrélés, même pour une sévérité de perte identique. La distribution des pertes affiche une structure du type « *long-tail* » ou « *fat-tail* ». Cela revient à dire que le risque de la tranche *senior* est plus élevé, car seul un scénario systémique est capable de l'atteindre. La probabilité que des pertes surviennent peut être minime, mais si cela se réalise et s'il y a parfaite corrélation, la tranche *senior* perdra presque autant que la tranche *first-loss*. La corrélation peut se manifester par la part importante dans un portefeuille d'un secteur d'activité particulière comme la télécommunication par exemple. Une autre dimension de la corrélation a été introduite par les *CDO*² (dit *CDO* « *squared* ») dont les portefeuilles consistent en des *CDO* émis antérieurement. Le risque qui se pose alors est que l'investisseur soit excessivement exposé à un nom particulier qui figure plusieurs fois dans le portefeuille à travers chacun des *CDO* sous-jacents dans lesquels celui-ci apparaît.

2. IMPLICATIONS MACROECONOMIQUES

En quoi le transfert de risque de crédit affecte-t-il les faits économiques globaux ? La généralisation des comportements au niveau micro-économiques permet d'apporter quelques éléments de réponse à cette question.

Du côté des établissements de crédit, la stratégie de « distribution et portage » peut désormais être substituée par une stratégie de « distribution et transfert ». Le stockage des prêts à l'actif des banques avec les concentrations potentielles que cela peut entraîner n'est plus à l'ordre du jour : la gestion active des risques qui s'accompagne d'une marchandisation des prêts bancaires semble renforcer la résilience des banques et par là, la stabilité financière. Est-ce que la marchandisation change entre-temps la nature des établissements de crédit ? Dans une stratégie de « distribution et transfert » la disponibilité de couverture change la donne. Si auparavant la décision d'octroi de prêts était basée sur les sources de financement ou les besoins en fonds propres, les établissements de crédit devraient désormais intégrer l'offre de la vente de protection dans leur raisonnement. Cela peut visiblement conditionner l'octroi de prêts au secteur privé dans l'avenir.

Désireuses d'asseoir leur position, les banques seront probablement les premières à saisir qu'un changement complet de stratégie vers un transfert systématique des prêts octroyés revient simplement à remplacer une classe de risques (associée aux actifs) par une autre (associée à la marchandisation). On devra s'attendre à ce que les établissements de crédit procéderont à un calibrage entre les deux stratégies, pour faire en sorte qu'il y ait une bonne diversification des revenus, et que le métier de la banque ne se réduise, selon l'expression de la banque centrale européenne, à un « *fee-driven business* ».

Concentration, liquidité, transparence

La tendance à la concentration vu dans le cadre des considérations liées aux intervenants et les problèmes que posent les instruments de la finance en matière de liquidité possèdent naturellement une dimension macro-économique. La concentration d'intervenants du côté de la vente de protection contraint les acheteurs de protection à travailler avec un nombre restreint de contreparties. Vu que le secteur d'assurance est clairement un preneur de risque majeur sur ce marché, la liquidité offerte par la vente de protection n'est pas un élément aussi exogène que souhaitable pour un bon fonctionnement. Qu'est-ce qui arrive si les assureurs perdent le goût pour le risque ? « Hautement improbable », sera la réponse omniprésente des voix pro-marché. Suite aux défauts de WorldCom et Enron, le secteur d'assurance a toutefois préféré de réduire sa voilure sur le marché du transfert de risque de crédit⁴.

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

L'offre suffisante de vente de protection ne devrait donc pas être considéré comme une donnée sûre. Ces dernières années ont vu l'arrivée des *hedge funds* en tant que vendeurs de protection ce qui a assuré le maintien de l'offre de la liquidité du marché. Il serait inapproprié de diaboliser les *hedge funds* en leur attribuant des mauvaises intentions, mais l'absence de réglementation à leur égard invite pourtant à une surveillance accrue.

Les techniques du transfert de risque de crédit ont provoqué au niveau macro-économique la perception d'un manque de transparence. La complexité des structures et la composition des portefeuilles semblent rendre opaque l'information sur les actifs en question. Qui porte quel risque in fine ? Quel est le véritable degré d'exposition au risque ?

Le manque de transparence a été reconnu par la Banque Centrale Européenne comme un problème macro-économique, empêchant l'analyse de l'allocation des risques. La BCE encourage en effet la publication d'informations de la part des émetteurs des produits structurés en matière de caractéristiques des risques tant avant qu'après le déroulement d'une transaction. Les intervenants devraient ainsi être amenés à déclarer de manière détaillée leur activité sur ce marché ce qui est censé assurer une meilleure discipline et faciliter l'élaboration des statistiques globales actuellement considérées comme incomplètes.

La dispersion du risque a été avancée comme bienfait essentiel du transfert de risque de crédit, rendant possible une résilience accrue du secteur financier et apportant donc un réconfort à la stabilité financière. Devant la présence d'une concentration d'intervenants, d'un risque de liquidité et d'un manque de transparence, l'effet de la dispersion du risque de crédit est-il aussi marqué que la théorie laisse entendre ?

Le début des années 2000 a été accompagné par une série de crises. Les attentats du 11 septembre 2001, l'éclatement de la bulle boursière, les défauts de WorldCom et d'Enron, et les soucis financiers des grandes entreprises américaines General Motors et Ford avaient tous ensemble le potentiel de faire tomber le secteur financier dans une période de grande difficulté. Pourtant, aucune perturbation catastrophique n'est survenue.

La capacité du système d'absorber des chocs semble renforcée, et ce, affirment les autorités financières, surtout grâce à l'utilisation du transfert de risque de crédit qui a permis une plus grande diversification et dispersion des risques, réduisant l'exposition nette d'acteurs individuelles à des chocs spécifiques.

Cela invite à conclure que le transfert du risque de crédit a incontestablement des effets positifs sur la résilience du secteur financier face à des chocs imprévus. La dispersion du risque fonctionne et permet d'écartier la possibilité d'une réaction en chaîne faisant des ravages à travers

l'effet de contagion. Qu'en est-il donc de la concentration, du manque de transparence et de liquidité ? Si la résilience du secteur financier face aux chocs des années 2000 a été couramment avancée comme preuve que le transfert de risque de crédit améliore la stabilité financière, on ne devrait pourtant pas surestimer l'envergure de ces crises. Les économies développées ont continué de croître tout au long de cette période, le taux de chômage n'a atteint dans aucun des pays avancés des hauteurs excessives. Il semble donc légitime de relativiser quelque peu l'importance macro-économique des dites crises.

Le transfert de risque de crédit devra encore faire ses preuves lors de crises graves touchant à la croissance et à l'emploi : c'est dans cette optique que la concentration et le manque de transparence et de liquidité sont susceptibles de faire obstacle à la diffusion de ses bienfaits. La dispersion du risque sur un grand nombre d'intervenants devrait par ailleurs aussi être vu sous la lumière de la nature largement interbancaire du marché de risque de crédit. L'interdépendance persiste tant entre les banques qu'entre les banques et d'autres intervenants. L'accès à la liquidité dont les assureurs en tant que vendeurs de protection auraient besoin en cas de crise grave implique toujours le secteur bancaire qui serait *in fine*, malgré tout, affecté par des événements de crédit.

Evaluation et valorisation des risques

Pour en revenir aux modèles mathématiques de valorisation des risques et de détermination des prix, les autorités financières n'ont pas exclu la possibilité qu'il peut y avoir une tendance à la sous-estimation du risque véritable transféré. Si les détenteurs *in fine* du risque de crédit sont en manque de capacité à mesurer et à gérer le risque et accordent une confiance excessive aux modèles, la perception du risque de crédit au niveau global de l'économie peut perdre en précision. En transférant le risque de crédit, les banques se dissocient-elles aussi de leur devoir de mesurer les risques associés à l'octroi du prêt ? A ce moment, il serait le tour aux acheteurs de risque de s'en occuper, activité qui leur n'est pas propre s'ils ne sont pas des institutions bancaires. La sous-estimation de la prise de position a le potentiel d'augmenter sur le plan macro-économique le niveau général des risques présents. La plus grande volatilité potentielle qui en résulterait à travers l'interdépendance accrue va en contresens du besoin de stabilité financière.

Si les implications de la valorisation des risques concernent des cas de figure très hypothétiques, le transfert de risque de crédit possède néanmoins un potentiel déstabilisateur. Tant que tout marche à merveille, il semble peu légitime d'appeler à la méfiance face au transfert de risque de crédit. Mais si une crise économique majeure s'annonce, ce transfert est-il à même d'atténuer les problèmes ? Ou aggrave-t-il les difficultés potentielles à travers la concentration, le manque de transparence, la mauvaise perception et la

valorisation ?

La découverte du prix d'un instrument pourrait passer uniquement par le risque de crédit sous-jacent, ou aussi rendre compte des risques propres à l'instrument tels le risque de contrepartie ou de liquidité. La BRI avance trois points de critique à l'égard de la détermination des prix dans les modèles. *Primo*, il n'y a pas de modèle de prix général accepté par tous. *Secondo*, les différents modèles de prix ont été mis en application à grande échelle avant qu'ils soient suffisamment testés. Et enfin, les modèles de détermination des prix dans le cadre des structures complexes tels les *CDO* synthétiques sont, d'après la BRI, inadéquats en ce qu'ils semblent arbitraires face aux risques inhérents de ces produits.

Les primes de *CDS* sont, comme on l'a vu plus haut, considérées comme des bons indicateurs de la qualité de crédit des emprunteurs concernés. Il convient cependant d'attirer l'attention à la possibilité d'une distorsion des prix. Les primes de *CDS* sont capables d'envoyer de « faux » signaux aux intervenants : lorsqu'une prime de *CDS* augmente, on est invité à croire que la situation de l'emprunteur en question se détériore nécessairement, même si en réalité cela pourrait ne traduire qu'un changement d'aversion au risque. La distorsion des prix se manifeste alors par un coût de protection excessivement élevé et possiblement par une imparfaite allocation de ressources.

Les volumes globaux des crédits

Etant utilisé comme outil de refinancement et de calibrage des fonds propres, le transfert de risque de crédit a une influence importante sur le volume global des crédits octroyés. Compte tenu du fait que les établissements de crédit disposent d'un plus grand nombre de possibilités de refinancement et de couverture, le transfert de risque de crédit contribue à ce que les prêteurs soient davantage disposés à octroyer des prêts et fait donc en sorte que le rationnement de crédit ne devienne un obstacle à la croissance de l'économie. La couverture de risque y joue d'autant plus que la demande de risque de crédit de la part des investisseurs, obligés de placer les liquidités (abondantes) dont ils disposent, est forte. Un gonflement des volumes globaux de crédits octroyés ne paraît par conséquent pas irréaliste, tant que cette demande importante persiste.

Si le transfert de risque de crédit permet de contrecarrer le rationnement de crédit, il est à même de favoriser une progression rapide ou excessive du crédit, évolution qui pourrait être considérée comme délicate dans la lumière de l'endettement croissant des particuliers. La titrisation des prêts hypothécaires a permis d'assurer une offre plus stable de financement dans le secteur immobilier. La réduction de la volatilité des cycles d'octroi des prêts et la possibilité d'accès à la propriété privée à un plus grand nombre d'agents doit certes être vu comme une influence souhaitable du transfert de risque

de crédit, mais ses limites n'ont pas manqué de surgir. En mars 2007, le secteur *subprime* des prêts hypothécaires américains qui couvrent les prêts octroyés aux « *working poor* » considérés comme des emprunteurs à risque élevé, est tombé en crise, durant laquelle environ 30⁵ institutions spécialisées dans ce secteur ont fait faillite. Ce qui s'est passé ici touche à la considérations exprimée dans la partie micro-économique de ce rapport selon laquelle la titrisation peut provoquer une sélection de moins en moins sévère des emprunteurs. Les encours des prêts *subprime* ont ainsi augmenté, favorisé par la hausse des prix immobiliers et supporté par l'optimisme des investisseurs qui ont continué de souscrire des parts des prêts hypothécaires *subprime* titrisés.

Beaucoup d'emprunteurs séduits par la perspective d'acquisition d'une propriété privée ont alors contracté des prêts à taux d'intérêt élevé, et n'étaient tôt ou tard, parfois après quelques mois, plus en mesure d'honorer les dettes.

A en croire une étude de Nomura, une banque d'investissement, ces défauts en masse sont le tort exclusif des emprunteurs. Ceux-ci auraient profité du système d'octroi de prêts par simple auto-déclaration des revenus. L'exagération de leur santé financière leur aurait permis d'obtenir des crédits plus importants. Puis, ils auraient parié sur la hausse continue des prix immobiliers valorisant leur « propriété » afin de gonfler le collatéral pour se refinancer.

Christopher Dodd, de la commission bancaire du sénat américain, ne partage pas ce point de vue : « Les régulateurs financiers de notre pays devraient être l'équivalent de policiers en patrouille, et protéger les américains qui travaillent dur, d'acteurs financiers sans scrupule »⁶.

Quoi qu'il en soit, le transfert de risque de crédit a favorisé le développement d'un secteur auparavant marqué par le rationnement de crédit qui a démontré que la détérioration de la qualité du risque de crédit n'est pas simplement une considération théorique mais peut effectivement se réaliser. Puis, les commentateurs ont débattu les conséquences potentielles de la crise du marché hypothécaire *subprime*. Vu qu'en 2006, 20 pour cent des prêts hypothécaires américains étaient des crédits *subprime*, quel serait l'influence de cette crise sur les prix immobiliers aux Etats-Unis ? A travers la vente forcée des propriétés financées par des prêts *subprime*, l'offre aurait tendance à augmenter face à la demande avec les répercussions correspondants sur les prix immobiliers.

Selon le *Financial Times* cependant, le marché *subprime* se portera, malgré des difficultés avec des taux de défaut d'environ 15 pour cent, plutôt

5 *Financial Times* (20.3.2007): The consequences of subprime turmoil

6 *Agefi* (23.3.2007): Le congrès reproche aux régulateurs américains leur laxisme sur les crédits « subprime »

bien tant que le taux de chômage reste bas aux Etats-Unis⁷. A travers le marché des prêts hypothécaires *subprime*, dont l'état dépend désormais du maintien d'un taux de chômage faible, on remarquera que le transfert du risque de crédit augmente l'interdépendance entre les acteurs. Une caisse de retraite européenne exposée à un CDO composé de prêts subprime US doit désormais surveiller de près le taux de chômage aux Etats-Unis. Un nouveau facteur parmi d'autres, qui traduit bien la nouvelle dimension du transfert de risque de crédit.

7 Financial Times (17.3.2007): Subprime does not mean submerged