

# Un marché global du risque

Certains enjeux pour  
le système financier



# Un marché global du risque

- Le découplage du risque et des capitaux
- Une meilleure répartition du risque ?
- Les enjeux pour les institutions financières
- Les enjeux réglementaires

# 1. Le découplage du risque et des capitaux (1)

- Deux outils complémentaires
  - Les dérivés
  - La titrisation d'actifs
- 1973 : une première bourse d'options sur la base des travaux de Black et Scholes
  - Attribution implicite mais rationnelle d'une valeur au risque (estimé par la volatilité)
  - Développement subséquent de modèles de risque de plus en plus raffinés

# 1. Le découplage du risque et des capitaux (2)

- 1970 : première conversion « moderne » de prêts hypothécaires en titres négociables
  - Émission encouragée par le gouvernement américain
  - Le Danemark et l'Allemagne utilisaient des techniques similaires depuis 200 ans
- 1975 : première titrisation de comptes à recevoir
  - Fabricant d'ordinateurs Sperry
  - Le début d'un processus de généralisation à plusieurs catégories d'actifs comportant des risques de défaut.

# 1. Le découplage du risque et des capitaux (3)

- Une évolution récente
- Une diversification de titres adossés à des actifs (*Asset-backed Securities*)
  - Soldes de cartes de crédit
  - Assurance et réassurance
  - Banques d'affaires (*Investment Banks*)
- Le secteur bancaire emboîte le pas :
  - Titres adossés à des portefeuilles d'obligations bancaires (CBO)
  - Titres adossés à des portefeuilles de prêts bancaires (CLO)
  - Une appellation générique : *Collateralized Debt Obligations (CDOs)*
  - Croissance rapide vers la fin des années 1990

# 1. Le découplage du risque et des capitaux (4)

- La première génération de CDOs :
  - Entraîne un transfert des actifs sous-jacents
  - Gestion du bilan et des liquidités des banques
  - Hiérarchisation par tranches plus ou moins risquées
  - Instruments sur mesure négociés au comptoir
  - Certaines banques développent un marché de gros

# 1. Le découplage du risque et des capitaux (5)

- Un exemple de CDO « synthétique » :
  - Une banque rassemble des prêts qu'elle a émis à ses clients
  - Une société est constituée (*Special Purpose Vehicle*) qui émet des titres (CDO synthétiques) en utilisant les prêts comme garantie (*collateral*)
  - La société utilise le produit de la vente de CDO pour acquérir des actifs à faible risque (cote de AAA ou plus)
  - La société conclut un Swap (*Credit Default Swap*) avec la banque pour garantir un flux de revenus à cette dernière.
  - La société et les acheteurs de ses titres deviennent donc exposés au risque du portefeuille déposé en garantie.

## 2. Une meilleure répartition du risque ? (1)

- Les CDO synthétiques permettent le transfert de risque sans transmission d'actifs :
  - Seuls les flux de revenus sont touchés
- Ces instruments (CDO ou autres) peuvent donc servir à une banque à limiter ses besoins de liquidité
- Ils peuvent servir à rééquilibrer la répartition du risque au sein du secteur bancaire
- Ils peuvent permettre au secteur bancaire d'exporter une partie de son risque (ou d'importer des risques provenant d'autres secteurs).



## 2. Une meilleure répartition du risque ? (2)

- Deux possibilités :
  - Le risque est concentré entre les mains d'un nombre limité de gros joueurs
    - La matérialisation de risques est supportée par quelques « grossistes » de risque (W. Buffet)
  - Le risque est dispersé entre une multitude d'investisseurs
    - La matérialisation de risques est supportée par plusieurs investisseurs aux stratégies diversifiées (A. Greenspan)
- Un exemple : la titrisation du « *Big One* »

## 2. Une meilleure répartition du risque ? (3)

- Risque individuel ou risque systémique ?
  - Les risques « individuels » associés aux CDO résultent de la probabilité que des prêts individuels deviennent en défaut de paiement avant leur terme.
  - Les risques « systémiques » peuvent apparaître lorsque des événements font apparaître des corrélations dans les défauts ou entraînent des effets de contagion sur les marchés de capitaux.

### 3. Les enjeux pour les institutions financières (1)

- L'apparition des fonds de couverture
  - 1998 : Un premier faux-pas (LTCM)
  - De nouveaux modèles de risque évitent le recours excessif au levier.
  - Un retour en force depuis quelques années
- Les fonds de couverture : des grossistes du risque
  - Des modèles de risque opaques : combinent *paris* et *couvertures*
  - Détiennent et gèrent des inventaires massifs de risque
  - Des contreparties majeures aux institutions réglementées

### 3. Les enjeux pour les institutions financières (2)

- Les institutions financières et les fonds de couverture
  - Contrepartistes de transactions de risque (banques, assurance, réassurance, etc.)
  - Fourniture de services de courtage à haute valeur ajoutée (*prime brokerage*)
  - Fonds de couverture internes (banques d'affaires)
  - Les fonds de couverture : un « pilier » supplémentaire du système financier ?

### 3. Les enjeux pour les institutions financières (3)

- Le cas de la *Deutsche Bank*
  - Baisse de revenus dans les secteurs du courtage et des fusions/acquisitions après 2000
  - Choix stratégique par la direction de garantir un rendement absolu de 25% aux actionnaires
  - Mandat de gestion de type « hedge » attribué à l'interne
  - Résultats mitigés jusqu'à récemment : cependant dernier trimestre = 30% sur une base annuelle

### 3. Les enjeux pour les institutions financières (4)

- Un nouveau modèle d'affaires fondé sur le découplage du risque et des capitaux
- Le secteur de l'assurance et de la réassurance également impliqué
- Un marché qui demeure pour l'essentiel opaque et peu réglementé
- Certains instruments ont le potentiel d'être négociés sur des marchés organisés
- Gérer la complexité des instruments : un créneau pour des « manufacturiers » de produits et services liés au risque ?

## 4. Les enjeux réglementaires (1)

- Les risques et les capitaux
  - Les capitaux sont additifs
  - Les risques sont probabilistes
- Il est relativement « facile » de suivre la trace de capitaux
  - ... et pourtant !
- Il est beaucoup plus difficile de suivre la trace de risques
  - Qui est le détenteur ultime ?
  - Quel est le risque global d'un inventaire de risques négociés ?

## 4. Les enjeux réglementaires (2)

- Les modèles de risque sont généralement considérés comme des secrets d'affaires
  - Comment distinguer la stratégie légitime de la fraude ?
  - Comment savoir si les modèles de risque sont corrélés dans des conditions de marché extrêmes?
- On ne peut actuellement conclure sur les conséquences sur le risque systémique



## 4. Les enjeux réglementaires (3)

- Les banques sont-elles en situation de conflit d'intérêt :
  - lorsqu'elles incluent leurs prêts bancaires dans des instruments de transfert de risque (situation d'initié) ?
  - Lorsqu'elles assurent des services de *prime brokerage* tout en gérant leurs propres fonds à l'interne ?
  - Lorsqu'elles prêtent des titres (pour vente à découvert) ou des fonds (pour achat sur marge) à des clients dont elles sont ou peuvent devenir les contreparties ?
- Des situations similaires pour les fonds de couverture ...

## 4. Les enjeux réglementaires (4)

- Les régulateurs pris au dépourvu ?
  - Des produits et stratégies complexes qui exigent une expertise très pointue (et hors de prix ?)
  - Un marché d'abord et avant tout global
- Le modèle traditionnel de réglementation financière en voie d'éclatement
  - Réglementation prudentielle et réglementation de marché doivent être combinées

# En conclusion

- La nouvelle génération d'instruments de gestion de risque a un grand potentiel de mieux répartir le risque, de stabiliser les marchés et d'en améliorer l'efficacité ...
- Mais ces instruments et les stratégies qui s'y appuient n'ont pas encore été « testés » en situation extrême ...
- Et l'opacité de ces marchés rend difficile de départager les faits des légendes urbaines.