

Les dérivés de crédit : conséquences en terme de risque global

Noëlle DUPORT
CRIEF-MOFIB
Université de Poitiers

GDRE « Monnaie, Banque et Finance »
Atelier : « les risques financiers »
13 novembre 2007

Résumé :

Les dérivés de crédit, qui sont parmi les innovations financières les plus récentes, sont reconnus pour leur capacité à diversifier le risque de crédit auprès d'un public plus large, et donc sont censés permettre une meilleure efficacité du secteur financier. Malgré ce quasi-consensus, des interrogations apparaissent çà et là sur la réalité de cette efficacité, et ceci avec une acuité plus forte depuis l'été 2007, puisque ces produits sont au cœur de la crise des subprimes. Dès lors, notre travail se propose de se pencher sur la véracité de l'assertion selon laquelle les dérivés de crédit réduisent le risque global.

Noëlle Duport
Faculté de Sciences Economiques
93, avenue du Recteur Pineau
86022 Poitiers cedex
noelle.duport@univ-poitiers.fr

Les dérivés de crédits sont apparus à la fin des années 90 aux Etats-Unis : il s'agit d'un contrat permettant à deux contreparties de transférer un risque de crédit portant sur un tiers. Le porteur initial du risque de crédit est appelé acheteur de protection, et son cocontractant, vendeur de protection. Quant à l'agent à la base du risque de crédit, il est défini comme l'entité de référence.

Ainsi, l'acheteur de protection, contre le paiement d'une prime, s'assure un versement de la part du vendeur de protection en cas de réalisation d'un événement de crédit (faillite, défaut de paiement, restructuration) de l'entité de référence.

Le produit de base¹ est le *Credit Default Swap* (CDS) : il s'agit d'un contrat de gré à gré, dans lequel un établissement s'engage à verser à son cocontractant une prime régulière contre l'engagement pris par ce dernier de le dédommager en cas de survenance d'un événement de crédit. Il lui en coûtera en moyenne une prime annuelle d'une dizaine de points de base. Si ce produit basique occupe encore une place centrale sur le marché des dérivés de crédit, on a vu naître dans un second temps une nouvelle innovation avec les produits structurés que sont les *Collateralised Debt Obligations* (CDO), qui sont des titres de dette émis par une structure ad hoc, représentatif de portefeuilles de créances bancaires ou d'instruments financiers de natures diverses.

Il s'agit d'un marché en forte expansion, leur encours notionnel étant passé de 180 milliards de dollars en 1996 à 20207 milliards de dollars en 2006 (source : BBA, Credit Derivative Report 2006). Si les banques restent les acteurs majoritaires sur ce marché, on y trouve aussi une forte implantation des entreprises d'assurance. Face à cette suprématie « historique » des banques et des assurances, il faut noter la place de plus en plus importante prise au cours des 5 dernières années par les hedge funds.

¹ Pour une présentation des différents produits, voir par exemple Commission bancaire, Commission de contrôle des assurances (2002), ou encore Bruyère (2004).

Les effets attendus de cette innovation financière sont positifs : les dérivés de crédit doivent améliorer l'efficacité du secteur financier dans le sens où ils permettent une meilleure répartition, et donc une diversification, du risque de crédit. De plus par la diffusion ainsi créée sur le marché d'informations sur les risques de crédit, les différents participants peuvent ajuster leur portefeuille de façon plus efficace. Dès lors, les banques, aidées par le marché dans leur évaluation et leur gestion du risque de crédit, devraient avoir un comportement moins pro cyclique, argument ô combien cher quand on connaît les critiques adressées au ratio Mc Donough.

Malgré ces effets attendus, on a vu fleurir ces dernières années des rapports traitant des effets attendus des dérivés de crédit sur la stabilité financière : travaux conjoints de la commission bancaire et de la commission de contrôle des assurances (2002), Bank of England (2001), Joint Forum (2005), FMI (2006)...

Leurs conclusions sont pour le moins ambiguës : les vertus des dérivés de crédit y sont reconnues, ce sentiment étant étayé par le fait que les crises récentes² n'ont pas fait ressortir de difficultés particulières inhérentes aux dérivés de crédit, mais dans le même temps, des recommandations en terme de réglementation prudentielle y sont faites afin de préserver la sphère financière d'éventuels méfaits de ces instruments.

Il est évident que cette ambiguïté se retrouve dans les événements de l'été 2007, par l'intermédiaire de la crise des *subprimes*. Les banques américaines à l'origine de ces prêts à hauts risques ont largement diffusé leurs risques de crédit par l'intermédiaire des dérivés de crédit, faisant de fait « participer » tout le monde à leurs problèmes : s'en suit les faits qui font la une des journaux depuis 3 mois : chute des cours boursiers, injection massive de liquidité des banques centrales (à des montants comparables à ceux injectés lors des attentats du 11 septembre 2001), annonce de difficultés par de nombreuses banques, peu après qu'elles aient assurées n'être en rien

² Il s'agit ici des crises antérieures à ces études, c'est-à-dire la faillite d'Enron, les attentats du 11 septembre, et la crise argentine de 2002 pour l'essentiel.

concernées par le problème (pour le cas français, on peut citer BNP Paribas, mais les banques allemandes ont encore plus été touchées (Sachsen LB, IKB...)), etc.. Ainsi, les dérivés de crédit sont au cœur d'une crise importante, sans pour autant que l'on soit confronté à une montée rapide des taux de défaut chez les créanciers, puisque le problème reste concentré à une tranche bien spécifique du secteur immobilier américain.

Consécutivement aux travaux émanant des différentes instances (Commission Bancaire, FMI, etc..), et dans le contexte actuel qui fait ressortir l'importance du risque de crédit par l'intermédiaire de la crise hypothécaire américaine, notre objectif est de tenter de répondre à la question suivante :

- l'introduction des dérivés de crédit a-t-elle vraiment une conséquence positive sur le niveau de risque global ?

Pour répondre à cette question, nous allons procéder en deux temps, dans l'objectif de remettre en cause l'assertion selon laquelle les dérivés de crédit permettent une meilleure répartition du risque de crédit :

- tout d'abord, nous nous intéresserons à la question de la mesure du risque global. Notre argument est que l'analyse ne doit pas se faire seulement en terme de niveau de risque, mais qu'il est impératif que ce dernier soit rapporté au niveau de fonds propres adossé à ce risque.
- Ensuite, nous nous demanderons si effectivement les dérivés de crédit correspondent à une simple redistribution du risque, ou si, à cause des comportements induits des différents agents économiques concernés par de tels produits, le risque ne serait pas plus important.

I La mesure du risque global :

L'avantage le plus fréquemment mis en avant lorsque l'on évoque les dérivés de crédit est une meilleure répartition des risques, et donc un risque global moindre. On retrouve ici un raisonnement analogue à celui appliqué aux relations entre assureurs et réassureurs : en transférant une partie de leur risque en portefeuille, les assureurs limitent les effets d'une concentration sectorielle et/ou géographique de leur risques qui pourraient leur être préjudiciable. Ici, c'est le rôle des marchés financiers qui est utilisé, à savoir leur vocation à transférer et redistribuer des risques aux agents qui sont prêts à les supporter, moyennant une rémunération. Il est intéressant de noter que les banques sont bien sûr les principaux vendeurs de risque sur ces produits³, mais également parmi les plus grands acheteurs de risque, ce qui leur permet d'opérer une diversification géographique et/ou sectorielle de leur portefeuille.

Cette vertu des dérivés de crédit qui permettrait de disperser les risques, et donc de réduire le niveau global, est une analyse qui selon nous souffre d'au moins 3 défauts :

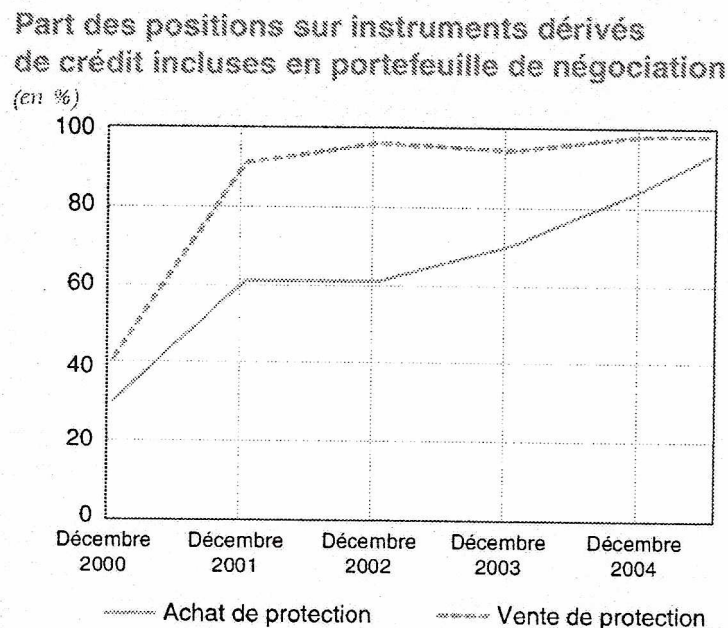
- premièrement, dans le déroulement de ce raisonnement, jamais il n'est fait état de l'évolution parallèle du niveau de fonds propres. Or, comme en témoigne l'importance prise par la réglementation prudentielle lors des dernières décennies, le risque bancaire au sens large, et en particulier de crédit, ne peut être appréhendé qu'au travers de la mesure du « matelas » de sécurité attaché à ces risques, à savoir le niveau de fonds propres.

Or il est évident que l'utilisation des dérivés de crédit par les banques, si il répond à un souci de gestion des risques et de diversification, répond bien évidemment aussi à un souci de gestion des fonds propres. Les dérivés de crédit, à l'inverse de la titrisation, repose sur la dissociation du risque de crédit et de la créance elle-même : cela implique que la créance (entité de référence) est toujours hébergée par

³ Pour une analyse de la répartition des différents opérateurs, voir BBA (2006).

l'acheteur de protection (la banque à l'origine du prêt), et donc inscrite dans son bilan. Pour autant, la charge en fonds propres pour la banque sera moindre puisque cette dernière pourra activer les dispositions réglementaires relatives aux techniques d'atténuation du risque de crédit⁴. Donc à supposer que le niveau global de risque soit le même (ce qui reste à discuter), mais mieux réparti, il ne faut pas perdre de vue que cela se traduit dans le même temps par une diminution des fonds propres alloués à ce risque. Il y a donc deux, et non pas un seul effet, et qui plus est, de sens contraire : un aspect positif lié à la diversification et un aspect négatif lié au niveau global de fonds propres. On ne peut bien entendu dire que l'effet global est négatif, mais on ne peut pas davantage dire que l'effet global est positif.

- deuxièmement, on assiste depuis quelque temps à une augmentation significative du pourcentage de dérivés de crédit traité en portefeuille de négociation.



Source : Secrétariat général de la Commission Bancaire, cité par Prato (2006)

⁴ Pour les techniques d'atténuation du risque de crédit, voir par exemple BIS (2004) et Rule (2001). Ces dispositions réglementaires dépendent du classement du dérivé de crédit en portefeuille bancaire ou en portefeuille de négociation. Ce point sera discuté plus loin.

Ce phénomène a, dans la perspective qui nous intéresse, de nombreuses conséquences. Tout d'abord, les dispositions liées à l'atténuation du risque de crédit sont bien plus avantageuses dans le cadre du portefeuille de négociation, puisque par exemple les avantages de la diversification, par l'intermédiaire de la corrélation entre produits, sont pris en compte. De plus, si on revient à la distinction entre les deux portefeuilles, le portefeuille bancaire est traditionnellement destiné aux risques de crédit et aux opérations de long terme, considérés comme non négociables, et donc qu'il est difficile de valoriser aux prix de marchés. Quant au portefeuille de négociation, il est à l'inverse destiné aux produits détenus à des fins de négociation, correspondant à des positions censées être cédées à court terme, et être liquides et valorisés au prix de marché. Ce sont d'ailleurs ces éléments qui permettent le caractère préférentiel du point de vue réglementaire du portefeuille de négociation, puisque les positions sont des positions de court terme pouvant facilement être liquidées sur le marché. Le rappel des contenus supposés des deux portefeuilles permet de bien voir le problème posé par la prise en compte des opérations de dérivés de crédit dans le portefeuille de négociation. Nous soulignerons en particulier deux points :

- Tout d'abord, l'augmentation significative de l'enregistrement des dérivés de crédits en portefeuille de négociation suppose implicitement que ces produits soient facilement négociables, et donc liquides, présumés qui sont discutables. En effet, le caractère peu standardisé de ces produits, ainsi que la complexification croissante des produits structurés, soulèvent des interrogations⁵. Pour la plupart des produits, il s'agit de marchés très peu profonds, caractérisés par une faible fréquence de rachat. De plus, dans la plupart des cas, ces instruments sont conservés jusqu'à échéance. La nature réellement négociable de ces instruments est donc largement discutable, et dès lors, l'est aussi le traitement prudentiel préférentiel qui en découle.

⁵ Même s'il convient de souligner que des efforts de standardisation existent, par l'introduction d'indices standardisés depuis 2004 (iTraxx en Europe et CDX aux USA).

- Ceci a une autre conséquence, en matière de calcul de VaR. Les modèles utilisés par les banques en vue de calculer leurs besoins en fonds propres dans le cadre du portefeuille de négociation sont peu ou pas habitués à traiter des risques de crédit, puisque ces derniers étaient traditionnellement cantonnés au portefeuille bancaire. Par exemple, dans la distinction « risque spécifique » / « risque général », il convient pour de tels modèles de modéliser les événements de crédits liés à la conception mêmes des dérivés de crédit. De plus, on sait ces modèles sont gourmands en séries chronologiques, séries qui sont pauvres et courtes dans le cas des dérivés de crédits, compte tenu de leur caractère récent⁶. Donc, non seulement ces modèles ont peu de recul sur ce type de risque, mais de plus, comme il s'agit, comme nous l'avons vu plus haut, de marchés peu liquides, dans de nombreux cas, il n'existe pas de prix de marché. Les modèles doivent suppléer ce manque par des calculs internes de prix théoriques, calculs difficilement étayables compte tenu du manque de données soulevé plus haut. De plus, il est évident que les prix sont d'autant plus volatils que les marchés sont peu profonds. Les risques de valeur extrêmes y sont donc très importants⁷. Ainsi, en cas de tension, il semble évident que le risque de liquidité de ces produits et le risque de modèle se cumuleraient.

Au final, on peut légitimement soulever des doutes quant à la capacité des banques, dans le cadre de leur portefeuille de négociation, à justement évaluer le risque inhérent aux dérivés de crédit, ce qui constitue un facteur aggravant de la diminution du niveau de fonds propres lié au volume de risque de crédit.

- le troisième point que nous voulions évoquer est celui de la concentration. Effectivement, l'utilisation des dérivés de crédit permet de réduire la concentration de l'exposition au risque de crédit, améliorant dès lors la complétude des marchés, élément qui de prime

⁶ Voir par exemple Revue de la stabilité financière (2006) ou Cousseran et Rahmouni (2005).

⁷ Comme en témoigne en ce moment même le très faible prix des dérivés de crédit suite à la crise hypothécaire américaine.

abord est souhaitable. Mais si le risque de crédit était effectivement initialement concentré dans le secteur bancaire, il convient néanmoins de ne pas oublier que la gestion du risque de crédit est le cœur de métier des banques, et que de plus, elles sont étroitement surveillées pour cela. En caricaturant, nous passons donc d'une situation où le risque est effectivement concentré, mais géré, identifié et surveillé (et ce de mieux en mieux compte tenu des évolutions de réglementation prudentielle), à une situation où le risque est dispersé vers des acteurs peu ou pas surveillés. Ainsi, si les banques peuvent être considérées comme expertes dans la gestion du risque de crédit, c'est bien sûr loin d'être vrai pour les autres intervenants sur le marché des dérivés de crédits. De plus, il n'est pas du tout évident que l'on évite tout problème de concentration : une fois de plus, ces produits n'étant pas standardisés, ils ne font pas l'objet d'un enregistrement systématique et rigoureux. Dès lors, la traçabilité est compromise⁸. Rien ne garanti qu'une autre situation de concentration de ces risques ne se reproduise ailleurs, mais bien entendu dans un cadre non identifié et non surveillé. Ce risque peut paraître faible dans la mesure où le marché des dérivés de crédit attire des investisseurs de plus en plus nombreux. Cependant, les résultats de l'enquête menée à la fois par la Commission Bancaire, la Commission de Contrôle des Assurances et l'Autorités des Marchés Financiers au second semestre 2003, font bien état d'un phénomène de concentration : « la concentration des transactions de dérivés de crédit vis-à-vis des grandes banques d'investissement internationales, intermédiaires sur ces marchés, est ainsi patente. Les risques de contrepartie à l'achat de protection pour les banques et OPCVM sont ainsi significativement concentrés sur ces acteurs dominants. Pour les OPCVM, cette forte concentration des risques de contrepartie sur les grandes banques internationales aboutit à ce que, à un niveau agrégé, les 20 premières contreparties à l'achat de protection des OPCVM interrogés couvrent la totalité des

⁸ Voir Commission bancaire et Commission de contrôle des assurances (2002)

volumes traités par les OPCVM » (page 89, revue de la stabilité financière (2004)).

Pour conclure sur cette partie, la meilleure répartition entre les agents économiques du risque de crédit n'engendre pas nécessairement une diminution de ce risque dans le sens où les fonds propres attachés à ce risque diminuent dans le même temps, et ce de manière d'autant plus forte que les dérivés de crédit sont enregistrés dans le portefeuille de négociation. L'effet global est donc a priori indéterminé. Il faut ajouter aux points que nous venons de traiter que l'utilisation des produits de dérivés de crédit crée implicitement des risques supplémentaires :

- un risque de contrepartie, entre l'acheteur de protection et le vendeur de protection. En effet, ces produits étant non standardisés, un différent peut intervenir entre les deux contreparties du contrat quant au caractère « effectif » ou non de l'événement de crédit. Il faut noter que ce risque n'est pas négligeable car tout retard, lié à une vérification des termes du contrat, du vendeur de protection dans le cas de survenance d'un événement de crédit pourrait être lourd de conséquences pour l'acheteur de protection.
- Un risque opérationnel (IMF (2006)). Rappelons qu'il s'agit « de pertes résultant de carences, ou de défauts imputables à des procédures, personnels et systèmes internes ou à des événements extérieurs » (Bank of International Settlement). Là encore, le caractère non standardisé joue en défaveur des dérivés de crédit.

Après avoir montré qu'une meilleure répartition du risque de crédit ne se traduit pas nécessairement par une diminution de ce risque, nous allons nous intéresser aux comportements potentiels des banques utilisant de tels produits, et tenter d'en mesurer les implications sur le risque de crédit.

II : Endogénéisation des comportements.

L'existence des dérivés de crédit doit impérativement s'étudier en analyse dynamique, c'est-à-dire que cela nécessite de s'interroger sur les conséquences en termes de comportement de la part des banques. En effet, la relation banque – emprunteur se trouve de fait modifiée. Pour étudier de quelles manières cette relation est modifiée, il faut se pencher sur la littérature traitant de la spécificité des banques, littérature qui tente de répondre à la question « pourquoi des banques ? ». Il s'avère alors que leur existence repose sur l'existence d'imperfections de marché, et plus précisément sur des asymétries d'information.

Nous nous intéresserons dans un premier temps aux asymétries ex-ante, tenant au problème d'antisélection (Leland et Pyle (1977)) : les banques, en temps qu'intermédiaires entre emprunteurs ultimes et prêteurs ultimes, justifient leur existence en ce sens qu'elle permettent de réduire les coûts liés au « signaling » des bons projets par rapport aux autres. Autrement dit, les banques permettent une discrimination plus efficace entre les différentes qualités de projets à financer que ne le ferait le marché. Nous verrons ensuite les asymétries ex-post, angle sous lequel l'existence des banques se justifie par la réduction des coûts de surveillance (monitoring) des entreprises à besoin de financement.

- La possibilité d'utiliser les dérivés de crédit à deux conséquences majeures si on les positionne dans la réflexion sur la gestion par les banques des asymétries ex-ante :
 - dans la mesure où les banques savent qu'elles ont la possibilité de transférer un risque de crédit sur une autre contrepartie, on peut s'interroger sur leur incitation à expertiser le risque initial. En d'autres termes, les banques ne risquent-elles pas d'être moins rigoureuses dans la sélection des projets à financer, contribuant de la sorte à une augmentation du volume global du risque de crédit ? On pourrait

objecter qu'une banque n'acceptera un risque donné (aussi élevé soit-il) que si elle pense être en mesure de trouver un vendeur de protection en face, et qu'il est peut vraisemblable que les vendeurs de protection acceptent de porter de tels risques. Mais ce serait oublier la spécificité bancaire dans son rôle de sélection des projets : si effectivement les autres intervenants avaient les qualités requises pour expertiser les projets, un projet qui n'aurait pas été retenu sans l'existence des dérivés de crédit ne le serait pas non plus dans le cas où un marché des dérivés de crédit existe. Mais si la finance intermédiée existe, c'est parce que la finance directe ne peut résoudre les problèmes d'antisélection : seules les banques⁹, pour les raisons évoquées plus haut, le peuvent. Donc, au final, ce serait une erreur de prêter aux autres contreparties les mêmes compétences que les banques¹⁰. Si les vendeurs de protection ne peuvent estimer la qualité des projets sous-jacents aux dérivés de crédit, et que la banque relâche son attention dans sa propre sélection, on peut donc non seulement avoir une augmentation du volume global de risque de crédit (Kiff, Michaud et Mitchell (2003)), impliquant de fait une aggravation de l'antisélection (là où auparavant les banques permettaient de l'améliorer), mais aussi une sous-estimation chronique du risque attaché au dérivés de crédit, sous estimation qui ne pourrait être corrigée que de façon brutale dès l'apparition de difficultés en chaîne.

- De plus, on sait que l'acceptation de financer tout ou partie d'un projet risqué par une banque est un affichage important pour l'entreprise en question : cela lui permet en effet de rassurer d'autres investisseurs

⁹ On peut noter qu'il existe une littérature qui se pose la question de savoir si seules les banques ont cette capacité de sélection des projets de qualité, ou si cela peut être menée par d'autres agents économiques, par exemple des agences de notation : le résultat principal est que les banques ont effectivement une spécificité, notamment grâce aux relations de long terme qu'elles entretiennent avec leurs créanciers. Dès lors, elles disposent de précieuses informations grâce à la tenue des comptes notamment (voir par exemple Nakamura (1993) ou Longhafer et Santos (1998)). Cependant, il est reconnu que cet avantage détenu par les banques est une fonction décroissante de la taille de l'entreprise demandeuse de crédits (Boot et Thakor (1991 et 1997)).

¹⁰ Ce point prend tout son sens dans la crise des subprimes : la qualité des crédits sous-jacents n'était pas correctement estimée, faute que l'on rejette aujourd'hui largement aux agences de notation.

potentiels quant au sérieux de ses projets (Diamond (1991)). Les banques, en fournissant un gage de qualité par l'intermédiaire d'un crédit consenti, permettent donc un accès aux marchés financiers des meilleurs projets, contribuant ainsi à une meilleure efficacité des marchés financiers. Si les banques, à cause de l'existence des dérivés de crédit, relâchent leur activité de sélection, cet effet de « certification bancaire » disparaîtrait lui aussi. On arrive ainsi au paradoxe suivant : les marchés, en devenant plus complets, peuvent pour autant devenir moins efficaces (Morrison (2005)). On peut même aller plus loin si on considère l'effet que pourrait avoir le fait de savoir que la banque a acheté de la protection sur tel emprunteur : il est évident que ce faisant, la banque envoie un signal négatif au marché (Kiff, Michaud et Mitchell (2003)).

- Suivant la littérature basée sur les travaux de Diamond (1984 et 1991) et Gale et Hellwig (1985), il faut également s'interroger les conséquences des dérivés de crédits sur les asymétries d'informations ex-post, relevant des problèmes d'aléa moraux. Là encore, deux points sont à mentionner :
 - Sous l'angle des asymétries ex-post, l'existence des banques se justifie car cela permet de réduire les coûts de surveillance (monitoring) des entreprises ayant des projets à financer. Dès lors qu'il est possible pour les banques de transférer tout ou partie du risque de crédit sur une contrepartie, se pose la question du suivi des projets financés. En effet, une fois le risque portant sur un ou plusieurs emprunteurs transféré, qu'advient-il de la motivation de la banque à surveiller le bon déroulement du projet financé. L'activité de monitoring risque donc de pâtir de ce transfert de responsabilité. (Gordon et Pennacchi (1995), Morrison (2005), Kiff, Michaud et Mitchell (2003)). La qualité d'un projet ne se déterminant bien évidemment pas seulement à sa naissance, ce relâchement du monitoring se traduirait par une augmentation du risque de crédit.

- En nous intéressant toujours au déroulement du projet, il nous faut nous interroger sur la conséquence des dérivés de crédit en cas de problèmes avérés : si en effet un emprunteur connaît des difficultés à honorer ses engagements, il faut se demander si la réaction du porteur final du risque sera la même que celle de la banque. Là où les banques ont tendance à chercher des solutions pour permettre aux emprunteurs de faire face aux difficultés, l'attitude du vendeur de protection ne sera pas nécessairement la même : ce dernier pourra choisir une stratégie différente, en imposant une faillite rapide afin de couper sa position (attitude caractéristique des hedge funds (voir Cole, Feldberg et Lynch (2007)), plutôt que de chercher à envisager des procédures de restructurations de dette. Ce point n'aurait pas pour conséquence une augmentation du risque de crédit, mais permet tout d'abord de montrer la modification de la nature du métier bancaire engendré par les dérivés de crédit, et d'autre part met en évidence la possibilité d'une aggravation du risque systémique par accélération des processus de défaillances.

CONCLUSION

Notre travail s'est attaché à démontrer que l'idée selon laquelle les dérivés de crédit, en permettant une meilleure répartition du risque de crédit entre tous les opérateurs du marché et non plus entre les seules mains des banques, engendre une diminution de ce risque, est discutable.

Ce résultat découle de deux points :

- tout d'abord la mesure d'un risque, si elle prend effectivement en compte sa concentration, prend également en compte les fonds propres attachés à ce risque. Or ces derniers sont les grands oubliés de l'analyse des dérivés de crédit : si effectivement le risque de crédit est mieux réparti, il est dans le même temps beaucoup moins bien compensés par des fonds propres. De plus, nous avons vu que l'enregistrement de plus en plus fréquent dans le portefeuille de négociations de ces instruments par les banques tend à aggraver ce phénomène. Quant à la meilleure répartition, des études mettent un bémol à ce point, le nombre d'opérateurs restant assez réduit.
- L'existence des dérivés de crédit remet profondément en cause le métier de base des banques, à savoir l'intermédiation bancaire. En effet, la possibilité pour les banques de transférer leur risque de crédit peut modifier leur comportement dans la sélection et le suivi des projets à financer, et ce faisant peut conduire à terme à une augmentation du niveau de risque de crédit.

Au final, les vertus attendues des dérivés de crédit ne sont pas si évidentes que cela. Il convient donc d'approfondir les réflexions déjà entamées sous une optique réglementaire.

Bibliographie

- AGLIETTA M. et REBERIOUX A. (2004) : « Dérives du capitalisme financier »
Bibliothèque Albin Michel Economie
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2003) : « Credit Risk Transfert »
Committee on the Global Financial System, January
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX (2004) : « Convergences
internationale de la mesure et des normes de fonds propres » Juin
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX (2004) : « Annexe 15 :
traitement prudentiel des instrument dérivés de crédit » Modalité du calcul
du ratio international de solvabilité au 01/01/06.
- BOTT A. et THAKOR A. (1997) : »Financial System Architecture » Review of
Financial Studies 10(3), p.693-733.
- BOYER R., DEHOVE M. et PHILON D. (2004) : « Les crises financières »
Conseil d'analyse économique, la documentation française
- BRITISH BANKERS' ASSOCIATION (2006) : "BBA Credit derivatives report
2006" BBA
- BRUYERE R. (2004) : « Les produits dérivés de crédit » 2^{ième} édition,
Collection Association française des trésoriers d'entreprise, Economica
- COLE R., FELDBERG G. et LYNCH D. (2007) : »Hedge Funds, transfert de
risque de crédit et stabilité financière » Banque de France, revue de la
stabilité financière, N°10, avril.
- COMMISSION BANCAIRE et COMMISSION DE CONTROLE DES
ASSURANCES (2002) : « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité
financière » revue de la stabilité financière, Banque de France
- COMMISSION BANCAIRE, COMMISSION DE CONTROLE DES
ASSURANCES ET AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (2004):"Résultats
de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de
crédit", Revue de la stabilité financière, Banque de France, juin
- COUSSERAN O. et RAHMOUNI I (2005) : « Le marché des CDO : Modalités
de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière » Revue
de la stabilité financière, Banque de France, Juin
- DIAMOND D. (1984) : "Financial Intermediation and Delegated Monitoring"
Review of Economic Studies, vol 51, july, pp.393-414

DIAMOND D. (1991) : “Monitoring and Reputation : The Choice Between Bank Loans and Privately Placed Debt” Journal of Political Economy, vol 99, august, pp.689-721

GALE D. et HELLWIG M. (1985) : »Incentive-compatible Debt Contracts » Review of Economic Studies, vol 52, p.647-663.

GORDON G. et PENNACCHI G. (1995) : »Banks and Loan Sales : Marketing Nonmarketable Assets » Journal of Monetary Economics 35, p.389-411.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2006) : “The Influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability”, Global Financial Stability Report, April

JOINT FORUM (2005) :”Credit Risk Transfert” Joint Forum, Working Group on Risk Assessment and Capital

KIFF J., MICHAUD F.L. ET MITCHELL J. (2003) : « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit » Revue de la stabilité financière, Banque de France.

LELAND H. and PYLE D. (1977) : « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation » Journal of Finance 32, pp.371-387

LONGHAFER S. et SANTOS J. (1998) : »The Importance of Bank Seniority for Relationship Lending » Bank of International Settlement, N°58, november.

MORRISON A.D. (2005) : « Credit Derivatives, Disintermediation, and Investment Decisions » Journal of Business, vol 78, n°2

NAKAMURA L. (1993) :”Recent Research in Commercial Banking : Information and Lending” Financial Markets, Institutions and Instruments, December, p.73-88.

PRATO O. (2006) : “Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation” Banque de France, Revue de la stabilité financière, mai.

Revue de la Stabilité Financière (2006) : « Chronique : les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ? », Banque de France, N°9 , décembre.

ROCCHI J.M. et RUIMY M. (2004) : « les dérivés de crédit : risques de crédit et solutions » SEFI éditions.

RULE D. (2001) : « The Credit Derivative Market : its Development and Possible Implications for Financial Stability », Financial Stability Review, Bank of England, June.

TRAINAR P. (2004) : “Assurance et stabilité financière” Revue de la stabilité financière, Banque de France, Novembre