

Introduction

L'environnement bancaire connaît de nombreuses mutations, liées notamment au rôle central joué par les marchés financiers. À titre d'illustration, la perception des grandes entreprises par la sphère financière est ainsi de plus en plus considérée comme caractérisée par des données de marché : il s'agit à la fois de l'historique des cours de bourse et de celui des *spreads* de crédit.

Dans ce contexte, la nécessaire cohabitation, il conviendrait plutôt de parler de complémentarité, entre banques et marchés s'est accompagnée d'un développement au sein de nombreuses banques de nouveaux instruments de mesure quantitative des risques en général et plus récemment des risques de crédit en particulier.

Face à cette évolution, trois grandes options nous semblent envisageables pour les banques :

- choisir d'exercer le métier de banque à l'écart des marchés, selon des méthodes qualitatives traditionnelles, mais en étant de plus en plus limité à une clientèle locale ;
- tenter de dégager, à partir des nouvelles approches quantitatives, un nouveau modèle de planification centralisée de l'activité bancaire ;
- mettre en œuvre des instruments quantitatifs et qualitatifs de comparaison et d'arbitrage entre facilités au sein d'un portefeuille bancaire de crédits, mais également entre ce portefeuille bancaire et les marchés financiers.

La première approche consacrerait une stratégie de repli des banques face au périmètre croissant occupé par les marchés financiers. La seconde consisterait

dans les faits, à revenir, à l'échelon microéconomique de la banque, sur l'antagonisme macroéconomique désormais largement traité entre économie planifiée et économie de marchés. La dernière option, en revanche, engagerait à ouvrir des horizons élargis par rapport à une simple problématique de risques, en y ajoutant une réflexion en terme de liquidité ainsi qu'une dimension d'opportunité fondée sur la qualité des anticipations, c'est-à-dire reposant sur l'accès à l'information.

On l'aura compris, ce livre incline le lecteur vers la troisième voie, en portant un regard critique mais positif sur les développements proposés actuellement.

Pratiquement, ce livre cherche à apporter à ses lecteurs un diagnostic clair en matière de nouvelles approches de « management » des risques de crédit. Il vise en particulier à :

- les aider à réfléchir sur la pertinence, le degré d'aboutissement et la fiabilité des nouvelles techniques d'évaluation et de gestion des risques de crédit ;
- les tenir informés, dans les grandes lignes, des changements réglementaires en cours ;
- leur proposer une grille d'analyse traitant des conséquences de ces nouvelles approches en matière de stratégie bancaire.

Pour ce faire, nous mobilisons les savoirs liés à la microéconomie, aux théories financière et bancaire, aux mathématiques, mais aussi à l'organisation bancaire et nous les confrontons aux nouveaux outils.

Il va de soi que ces analyses sont complétées de manière implicite par une expérience effective de gestion des risques dans des banques internationales. Cependant pour assurer un respect total de la confidentialité de ces expériences, nous avons fait le choix délibéré d'asseoir nos propos uniquement sur des données, des informations et des publications qui relèvent du domaine public.

Avant d'entrer dans le vif du sujet, nous tenons à remercier tous ceux qui nous ont aidés à construire cet ouvrage, par leurs observations en cours d'écriture ou par leurs remarques à la relecture ; en particulier, nous tenons à remercier Benoît METAYER. Nous remercions également tout particulièrement Christian de BOISSIEU pour ses propos introductifs pleins d'encouragement. Nous remercions enfin nos épouses, Marie et Brigitte, pour leur bienveillance affectueuse.

Naturellement, selon la formule consacrée, les propos qui suivent n'engagent que leurs auteurs.

Pour un dialogue avec les auteurs, adressez-leur un e-mail à l'adresse suivante :
mariearnaud@mariearnaud.freeserve.co.uk

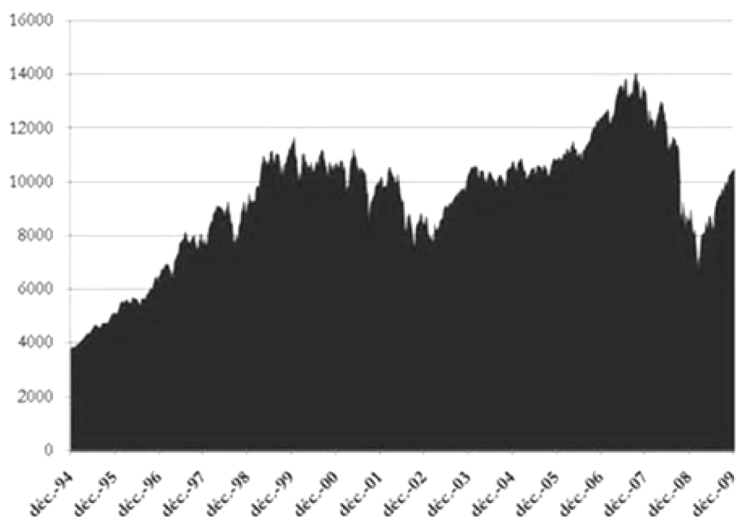
Le risque de crédit au cœur de la crise

Depuis plus de trois ans, l'économie mondiale traverse une crise d'une exceptionnelle gravité, sans véritable équivalent depuis les années trente. Financière à l'origine, systémique par nature, la crise s'est propagée avec violence à partir de l'été 2007 : gel des marchés, paralysie des banques, blocage du crédit, chute des indices actions (*cf.* figure 1.1), recul du commerce international (*cf.* figure 1.2) puis déclenchement d'une récession mondiale (*cf.* figure 1.3). Et si les enseignements du passé et le talent des dirigeants ont permis un rebond rapide, tous n'avancent qu'avec précaution sur la voie de la sortie au premier trimestre 2010. Or tout récit, par l'« instantanéité » et la « globalité » qui s'en dégagent, renvoie nécessairement à la réalité d'une étroite et complexe intégration : économies nationales et finance globale, sphères financière et réelle, banques et marchés, finance et commerce international, pays émergents et industrialisés. Tous les composants du système ont ensemble subi le choc. La globalisation serait désormais devenue un fait incontournable niant tout espoir de « découplage ». Seule l'absence de récession en Chine, et son retour rapide vers un rythme de croissance pré-crise, laisse entrevoir la possibilité d'une future vraie bipolarité¹.

Au cœur d'une crise globale et complexe, le risque de crédit a constitué un puissant catalyseur. D'abord lors du déclenchement, en août 2007, à partir du marché des *subprimes*², dont le retournement immobilise instantanément et inexplicablement le

1. *Cf.* les analyses de Stephen King, économiste de la banque HSBC : *The Tipping Point* (King et Green Q4 2009).

2. Les crédits *subprimes* sont des prêts hypothécaires consentis à des emprunteurs se situant en principe, en termes de revenus, au dessous des critères habituels d'éligibilité pour les banques, mais qui sont rendus gérables par des mécanismes de titrisation qui permettent de créer des obligations notées AAA en jouant sur la diversification du risque et la valeur du bien immobilier.

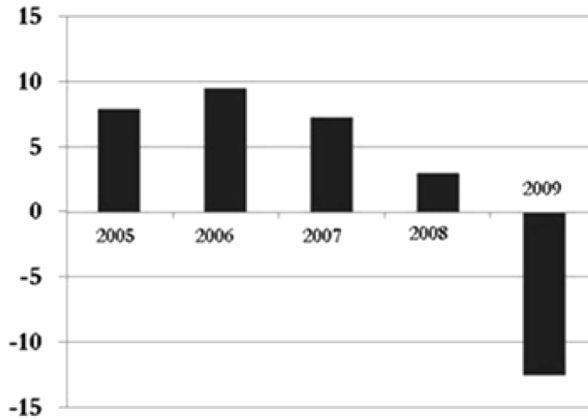


Source : Bloomberg.

Figure 1.1 — Indice Dow Jones

marché interbancaire ainsi que tous les marchés du crédit, avec des banques paralysées par une « évaporation » de la liquidité – qui est fondamentalement celle de la confiance. Ensuite, dans la phase de lente mais irrépensible fragilisation des banques qui se conclut en septembre 2008 par la faillite de Lehman Brothers, la révélation de la détresse de plusieurs institutions essentielles comme Citigroup et le début d'une crise systémique. Enfin, au stade des mesures de redressement et du déploiement d'actions publiques sans précédent à l'automne 2008 : initialement des mesures de prêteur en dernier ressort, apportant rapidement la liquidité indispensable à la survie ; puis des programmes de restauration durable de la confiance, rehaussant le crédit, recapitalisant ou prenant le contrôle des institutions financières ébranlées. Le retour de l'État constitue aussi l'un des grands thèmes de la crise. Des débats de fond sur la supervision du système et la nature des relations entre acteurs publics et marché financier sont désormais ouverts.

Les instruments, les marchés et les techniques de gestion du risque de crédit ont connu un développement considérable depuis les années quatre-vingt-dix. Tout en élevant la performance du système, leur progrès a aussi accru sa complexité et sa fragilité, mais il faut probablement un temps de gestation. En 2007, dans un séminaire de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) sur les dérivés de crédit et la titrisation tenu peu avant la crise, l'économiste Darrell Duffie et Mohammed El Erian, un praticien réputé, affirmaient la valeur des innovations tout en soulignant les dangers de leur jeunesse, la nécessité de l'apprentissage, les risques d'une diffusion trop rapide. Ces outils ont-ils seuls causé la crise ? L'analyse fait aussi ressortir les déséquilibres macros, la dynamique concurrentielle, les failles de la règle-

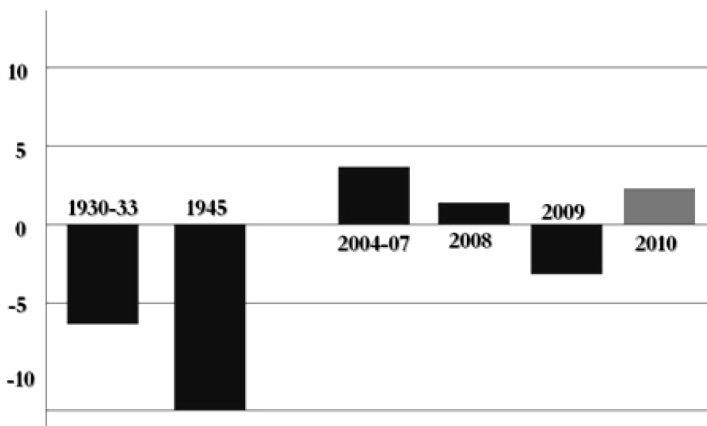


Source : OCDE.

**Figure 1.2 — Évolution du commerce international.
Volume des biens et services en dollars de 2005 (en %)**

mentation et la force des incitations pour les acteurs individuels, qu'ils soient traders ou dirigeants. À l'heure où les gouvernements dessinent les traits d'une réforme, nous voudrions insister sur la nécessité du discernement : parvenir à un renforcement durable du système tout en préservant les progrès accomplis.

Il faudra sans doute plusieurs années pour pleinement tirer les leçons de la crise. Nous renvoyons à l'analyse économique déjà parue et plusieurs sources sont citées. Ici, nous nous concentrons sur les mécanismes liés au risque de crédit. Comprendre la montée vers la crise, son déclenchement et sa propagation à l'ensemble de l'éco-



Source : JP Morgan.

Figure 1.3 — PNB Monde : croissance réelle annuelle (en %)

nomie (I). Analyser la réaction des autorités publiques, l'adaptation des banques centrales et des gouvernements à des logiques nouvelles (II). Enfin, étudier les conséquences de la crise sur la maîtrise du risque de crédit, restituer les travaux et les débats actuels sur la supervision (III). Tels sont les thèmes de ce chapitre.

- Section 1 ■ **Crise logique, logiques de crise : le déchaînement de nouvelles forces**
- Section 2 ■ **Gestion de la crise, gestion de crise : banques centrales et gouvernements**
- Section 3 ■ **Peut-on encore analyser le risque de crédit comme avant la crise ? Déconstruction et reconstruction d'un modèle ambitieux**

Section 1 **CRISE LOGIQUE, LOGIQUES DE CRISE : LE DECHAINEMENT DE NOUVELLES FORCES**

La crise a des causes profondes. Plusieurs économistes avaient identifié les déséquilibres, prédit des ajustements mais personne n'avait su prévoir la crise dans toute son étendue et sa gravité¹. Pourquoi ? La *complexité*, c'est-à-dire la multitude des interactions, et l'impossibilité de prévoir tout ce qui peut en résulter fournissent un élément de réponse. L'*irrationalité* présente dans les bulles, les paniques et la plupart des crises, c'est-à-dire les comportements humains non expliqués par le calcul économique « rationnel », offre probablement une autre indispensable clé de lecture. On recherche aujourd'hui, dans les résultats expérimentaux de *behavioural finance*, les constantes de la non-rationalité des décisions humaines mais peu de résultats s'agrègent encore au plan macroéconomique ou sociologique. Nous allons ici décrire l'enchaînement des événements, de la manière la plus factuelle et la plus exacte possible².

Voici, avant de débiter ce récit, la description générique, très simple, que l'économiste Hyman Minsky avait donnée dès 1975 des crises et de leur dynamique non-rationnelle. À l'origine se trouve une initiative, un mouvement (*displacement*) – nouveau marché, nouveau produit, etc. – qui attire du capital ; puis les investissements affluent en plus grand nombre, soutenus par le crédit bancaire, et le prix de l'actif augmente. Une « euphorie » peut alors se produire et propulser le prix à des

1. Dans la précédente édition, nous avons fourni une bonne description du déclenchement de la crise lié à l'assèchement de la liquidité (Première partie, p. 48) ; mais sans pour autant prévoir les mécanismes menant à une récession mondiale.

2. Nous utilisons notamment les analyses de Douglas W. Diamond et Raghuram Rajan (Diamond et Rajan, 2009), de Gary Gorton (Gorton et Metrick, 2009), de Adrian Blundell-Wignall et des autres économistes de l'OCDE.

niveaux non-soutenables. À un certain moment cependant, la hausse s'infléchit et quelque chose, une nouvelle, un évènement, précipite la crise. Alors une peur se déclenche, une détresse générale, une fuite hors de l'actif et vers la monnaie qui peut dégénérer en panique (*stampede*). La crise des deux dernières années rentre dans le cadre posé par Minsky, mais les événements qui ont mis le système financier global à genoux sont guidés par de nouvelles forces.

1 Une crise logique : la montée vers la crise

1.1 Un contexte marqué par les déséquilibres

Des déséquilibres macroéconomiques se sont accumulés dans les années 2000, créant un contexte de tension et d'instabilité. Des politiques monétaires très accommodantes ont longtemps prévalu : au Japon, pour sortir de la longue déflation des années quatre-vingt-dix ; aux États-Unis, pour soutenir la croissance après l'éclatement de la bulle Internet, les faillites de Worldcom et Enron, puis face à la menace déflationniste des produits importés chinois. Ces politiques ont injecté dans le système financier mondial une masse de liquidités excessives, à l'origine de bulles récurrentes sur les marchés d'actifs. Par ailleurs, les déficits d'épargne des pays développés se sont creusés : d'une façon générale avec les déficits budgétaires et l'augmentation des dettes publiques ; mais particulièrement aux États-Unis, avec la convergence vers zéro du taux d'épargne et l'endettement croissant des ménages, les déficits jumeaux – budgétaire et paiements courants –, et l'accumulation des dettes publique et extérieure. Cet immense endettement se reflète en symétrie chez les pays émergents dans une impressionnante accumulation de réserves, investies principalement en dollars. On a pu y voir un *savings glut* plutôt qu'un déficit d'épargne, ou bien la conséquence d'une sous-évaluation délibérée des devises asiatiques. Quoi qu'il en soit, les stocks et les flux monétaires deviennent considérables. Tous les acteurs de marché, jusqu'à l'éclatement de la crise, étaient d'accord pour faire état d'une surabondante « liquidité ». Les taux d'intérêt se maintiennent à des niveaux bas, tout comme les indicateurs de risque que sont les volatilités implicites. Dans ce contexte, les gérants de réserves, de portefeuilles d'actifs (fonds d'investissement, fonds de pension, *asset-managers*) sont incessamment à la recherche d'actifs offrant des rendements élevés mais également d'un risque de contrepartie limité - beaucoup de gérants de réserves et d'investisseurs institutionnels conservateurs se limitent aux obligations de gouvernement ou aux titres AAA.