

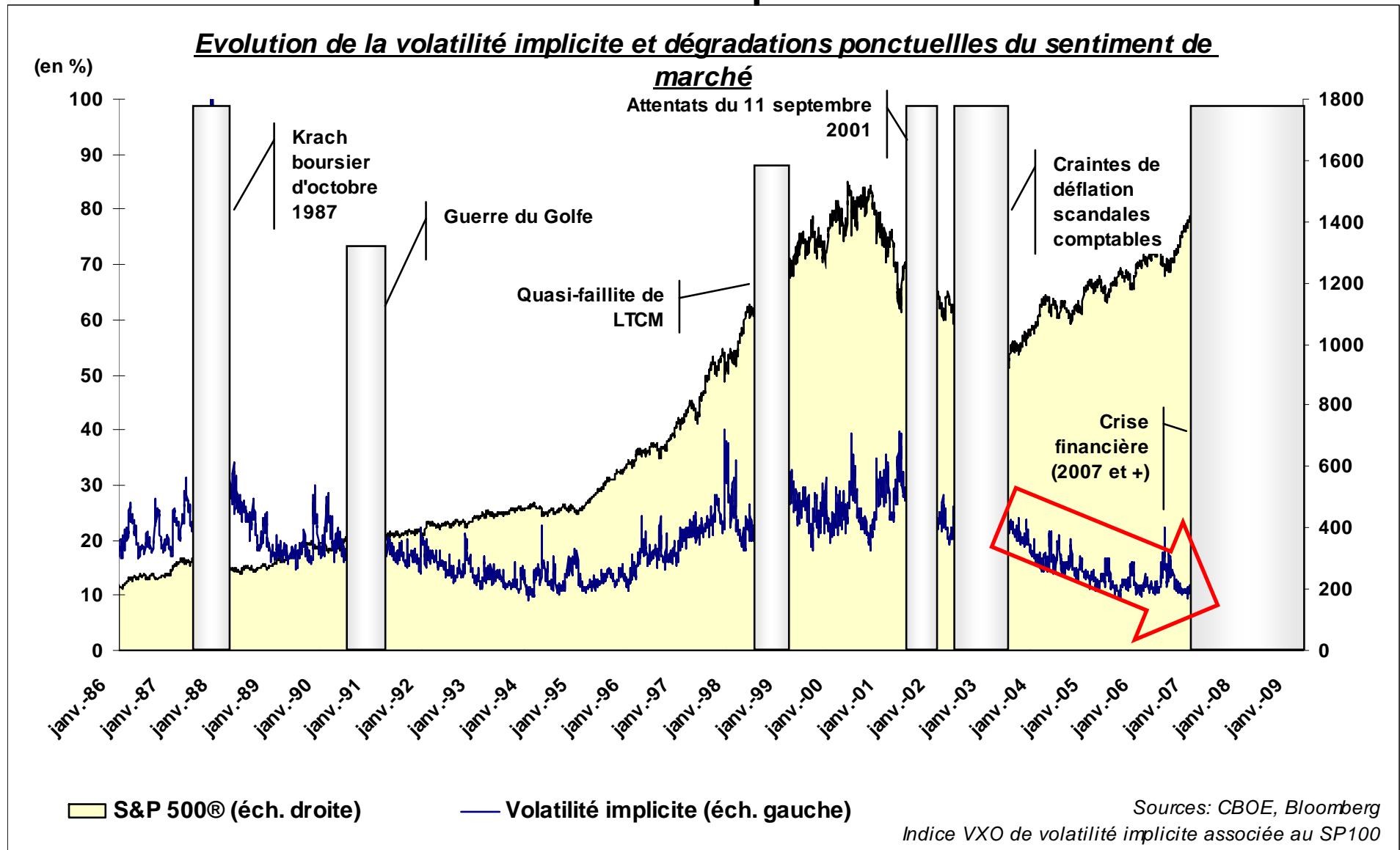


Industrie financière : faut-il revenir aux fondamentaux ?

*Les rencontres de Lisbonne
de l'Institut de l'entreprise du 9/4/2009*

Benoît COUGNAUD

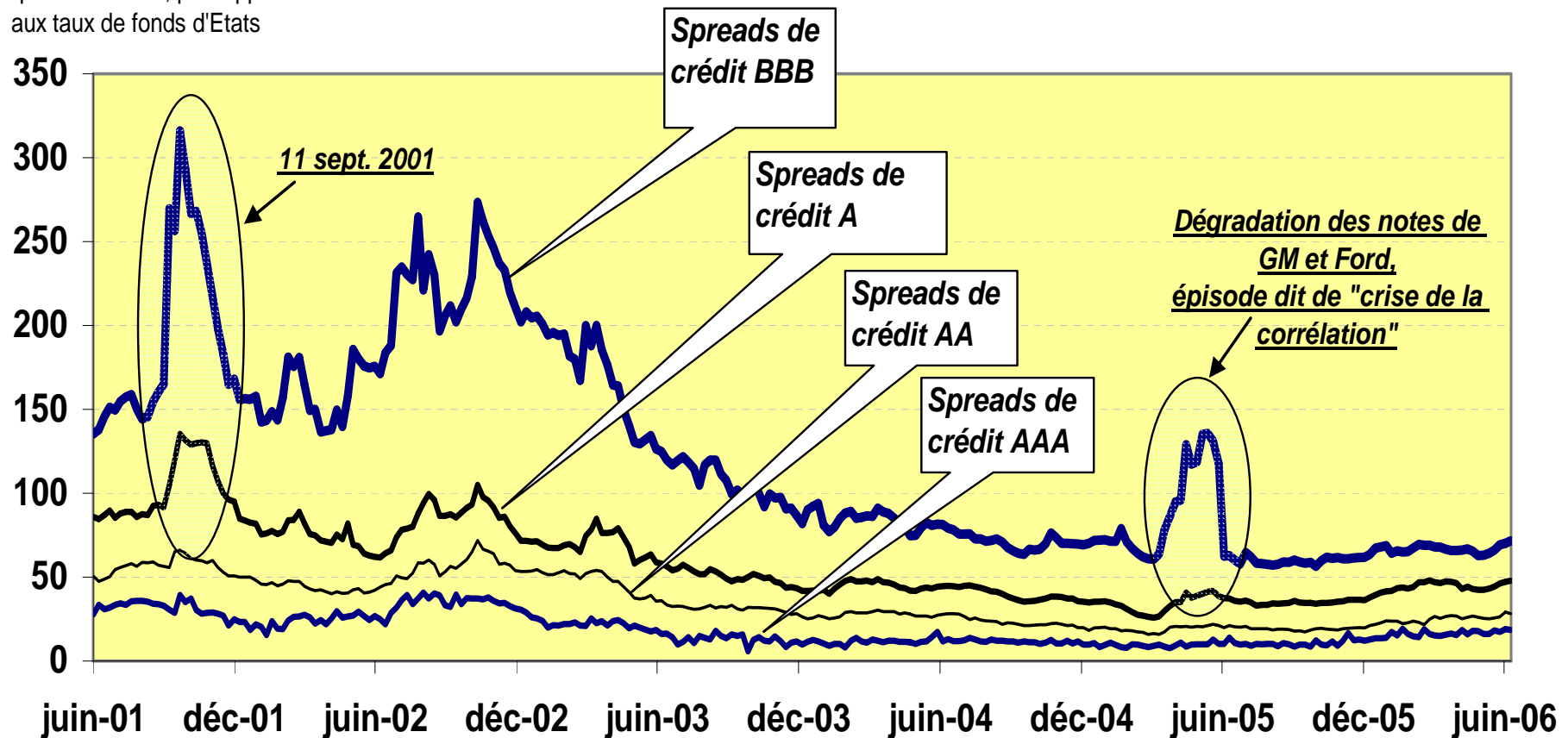
La bulle de la sous-estimation systématique du risque



La compression des primes de risque de crédit

Evolution des spreads de crédit des entreprises européennes, par niveau de rating de janv. 2001 à juin 2006

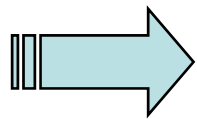
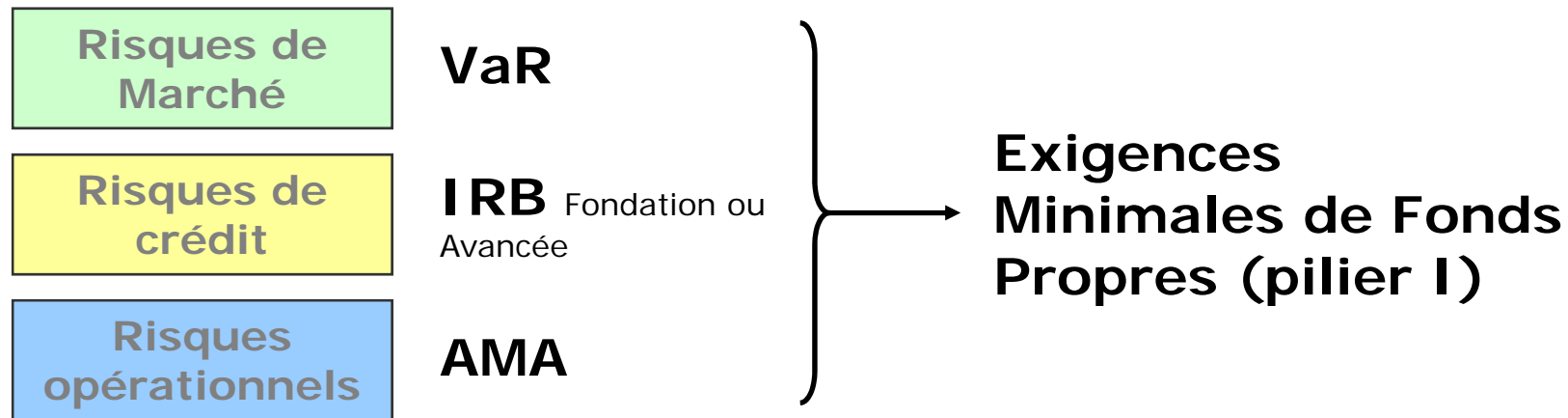
En points de base, par rapport
aux taux de fonds d'Etats



Dégradation des notes de
GM et Ford,
épisode dit de "crise de la
corrélation"

Techniques de mesure des risques et des fonds propres au sein de Bâle II

Bâle II

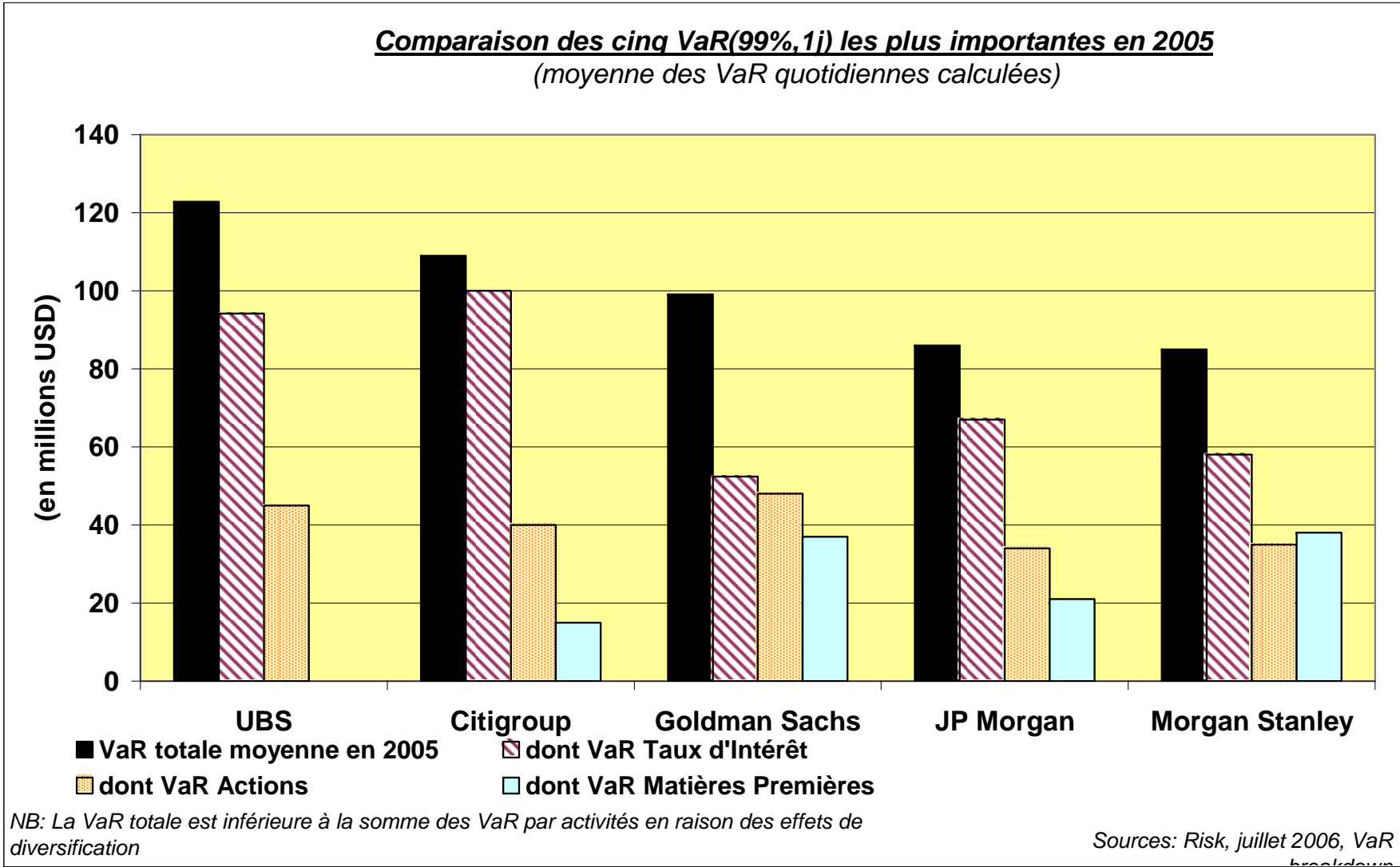


Lacunes du dispositif bâlois:

- Hypothèse de maintien des effets de diversification
- Optimisation de la consommation de fonds propres sur les risques de marché
- Arbitrage réglementaire

Les VaR avant la crise: une sous-estimation des risques systémique

Comparaison des cinq VaR(99%,1j) les plus importantes en 2005
 (moyenne des VaR quotidiennes calculées)

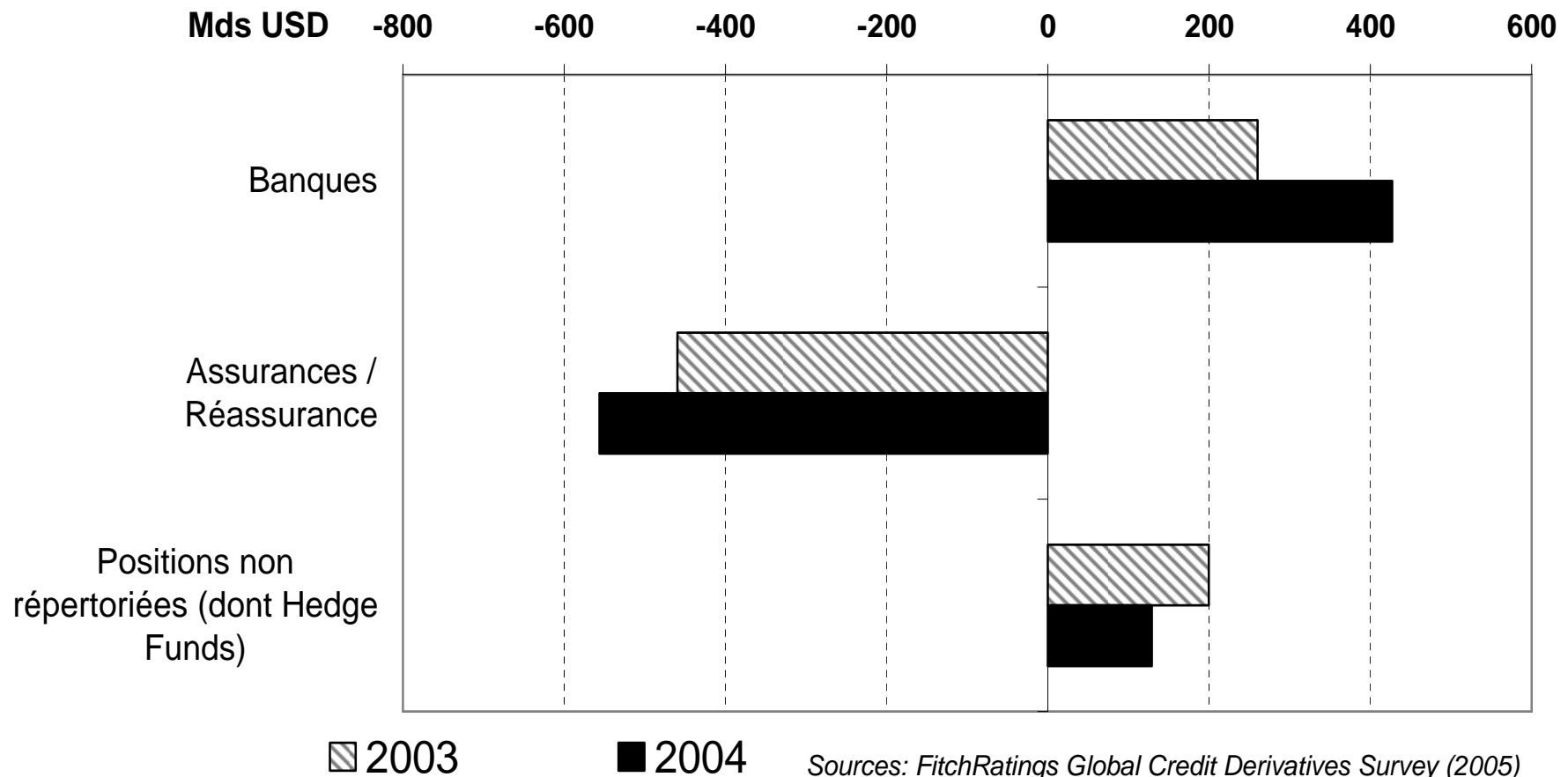


Le développement fulgurant des dérivés de crédit

- Une classe de produits dérivés récente au développement très rapide
- Fonctions de ces produits:
 - Isoler et transférer (c'est-à-dire couvrir) le risque de crédit incorporé dans certains produits financiers (principalement les prêts et les obligations)
 - Offrir des couples rendements / risques adaptés aux attentes des investisseurs (cf. CDO)
 - Accroître la liquidité et la transparence des marchés obligataires
- Des produits au cœur de la crise des subprime
 - De la dissémination des risques à la propagation de la crise de confiance dans le système financier
 - De la transparence des risques de crédit au détournement de véhicules de transferts opaques et complexes

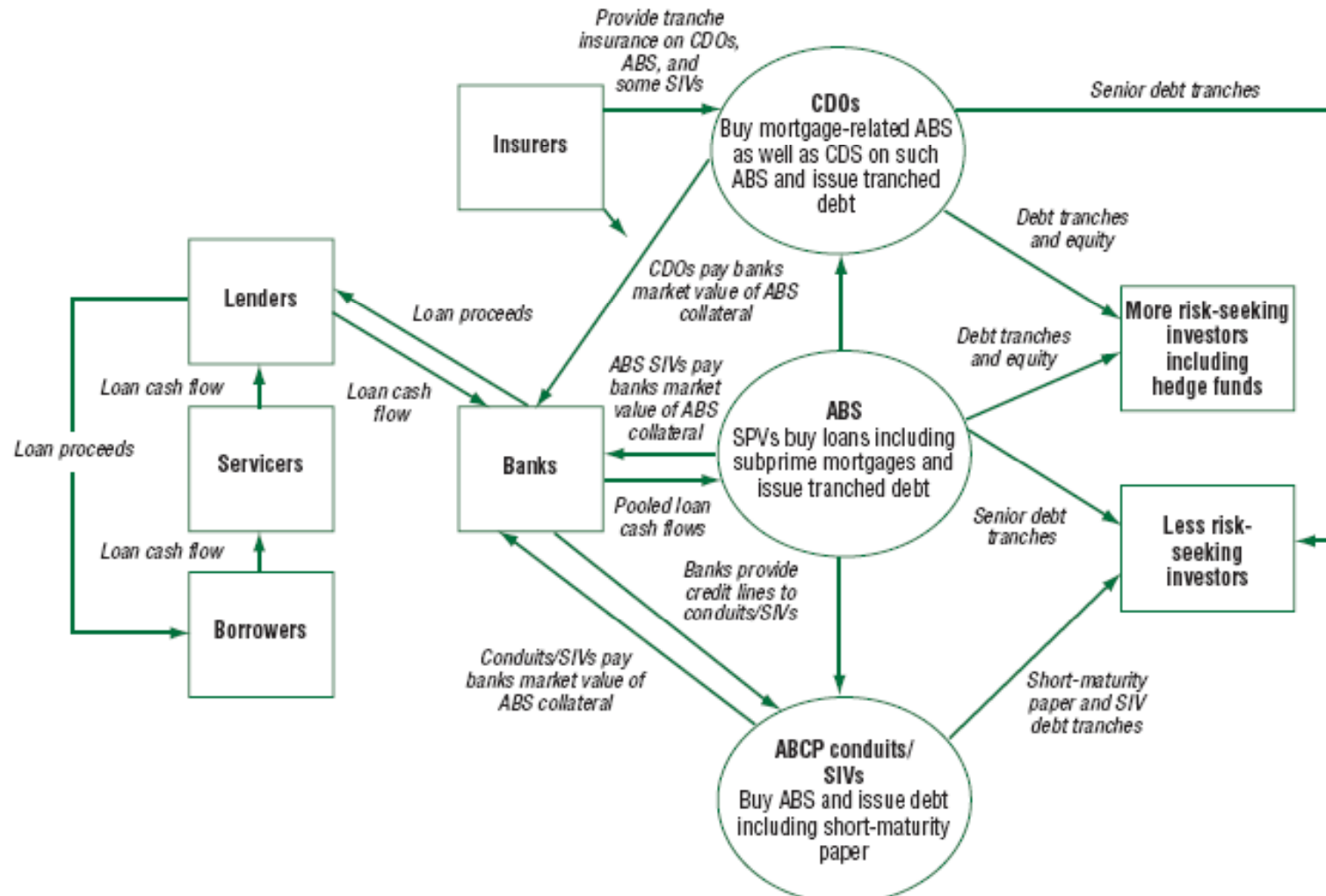
La circulation des risques de crédit

Echanges nets de protection sur les marchés de dérivés de crédit
par catégories d'intervenants

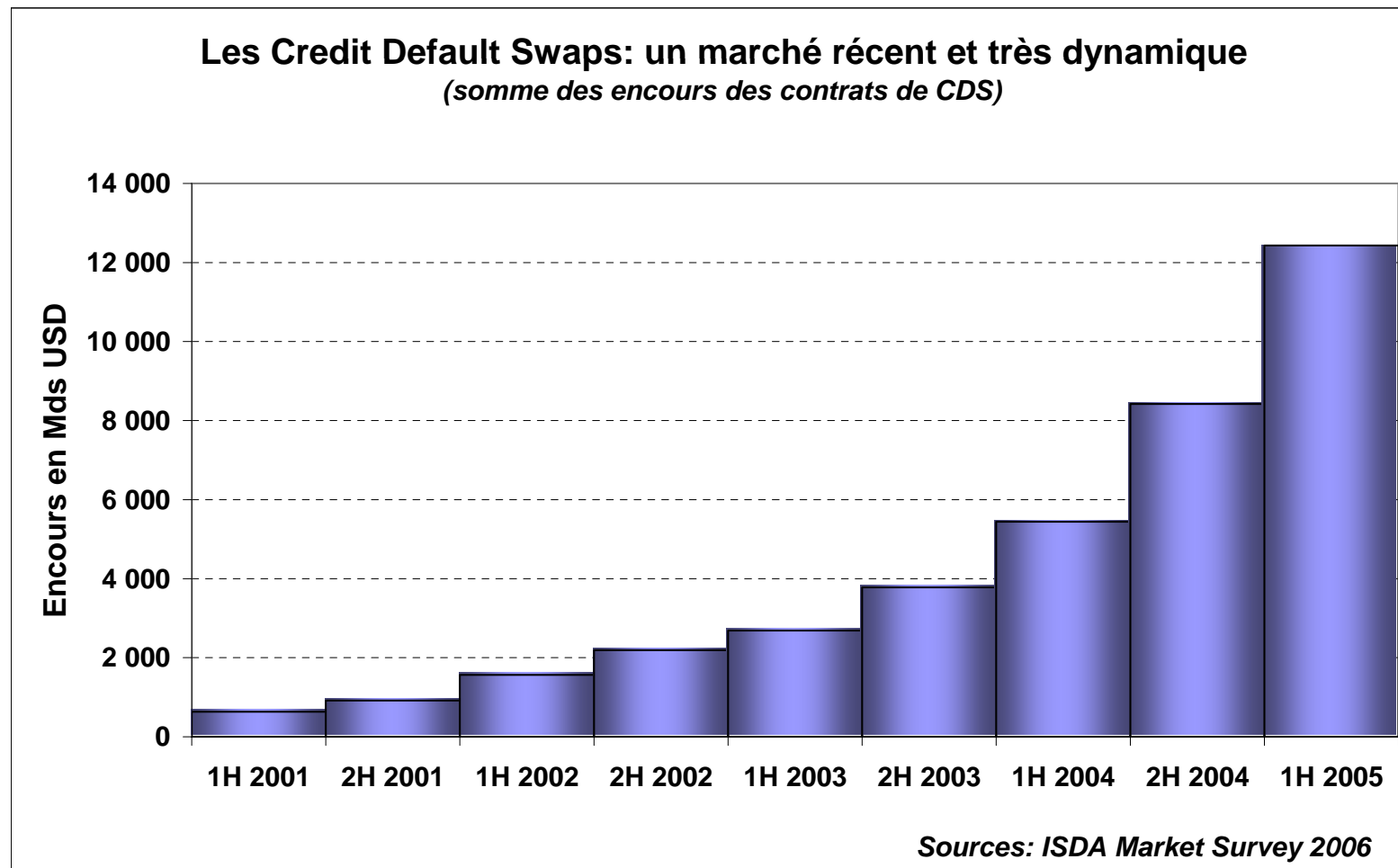


Un modèle de circulation complexe : « Originate to Distribute Model »

Figure 1.10. Mortgage Market Flows and Risk Exposures



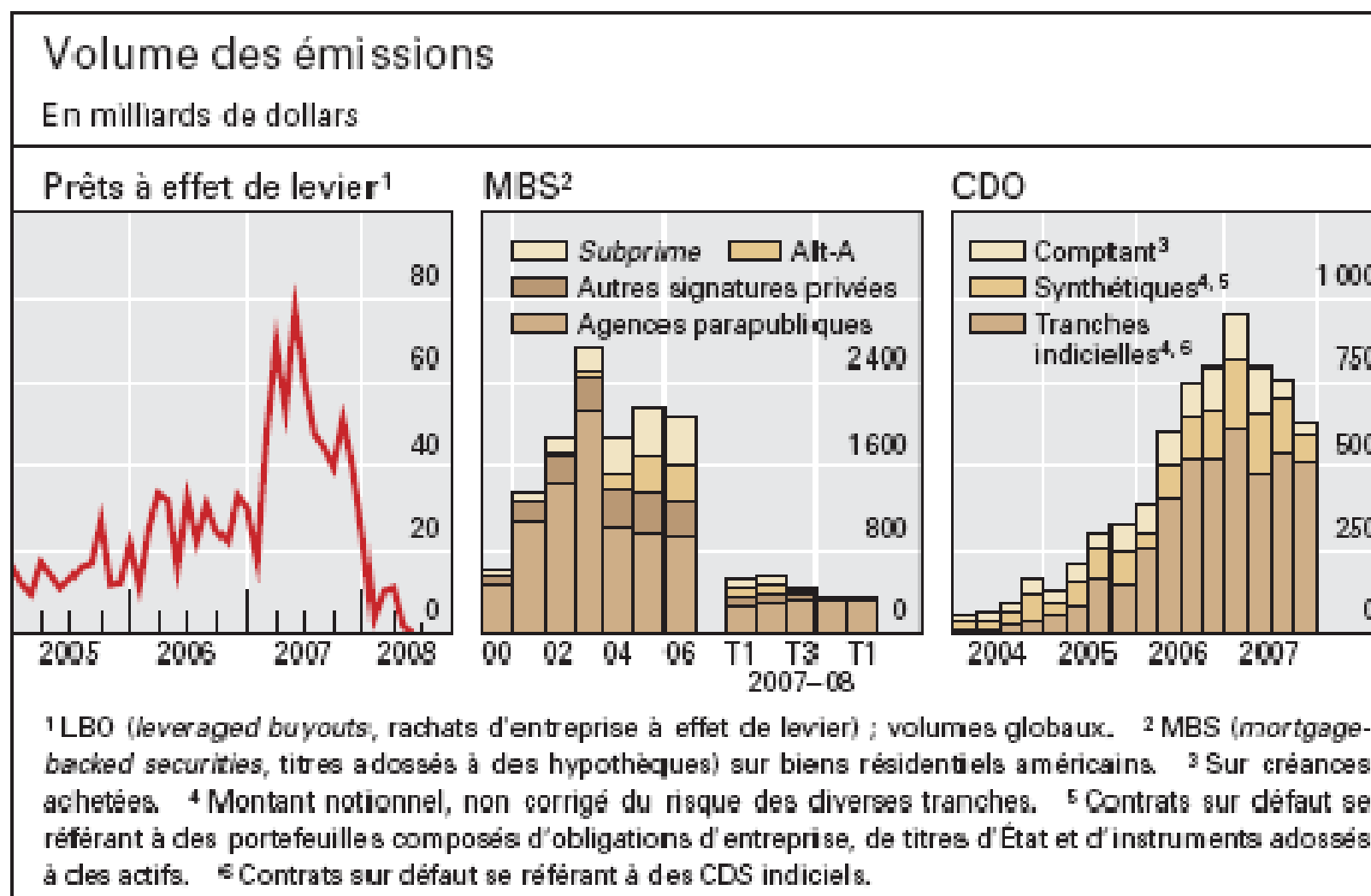
Un développement exponentiel



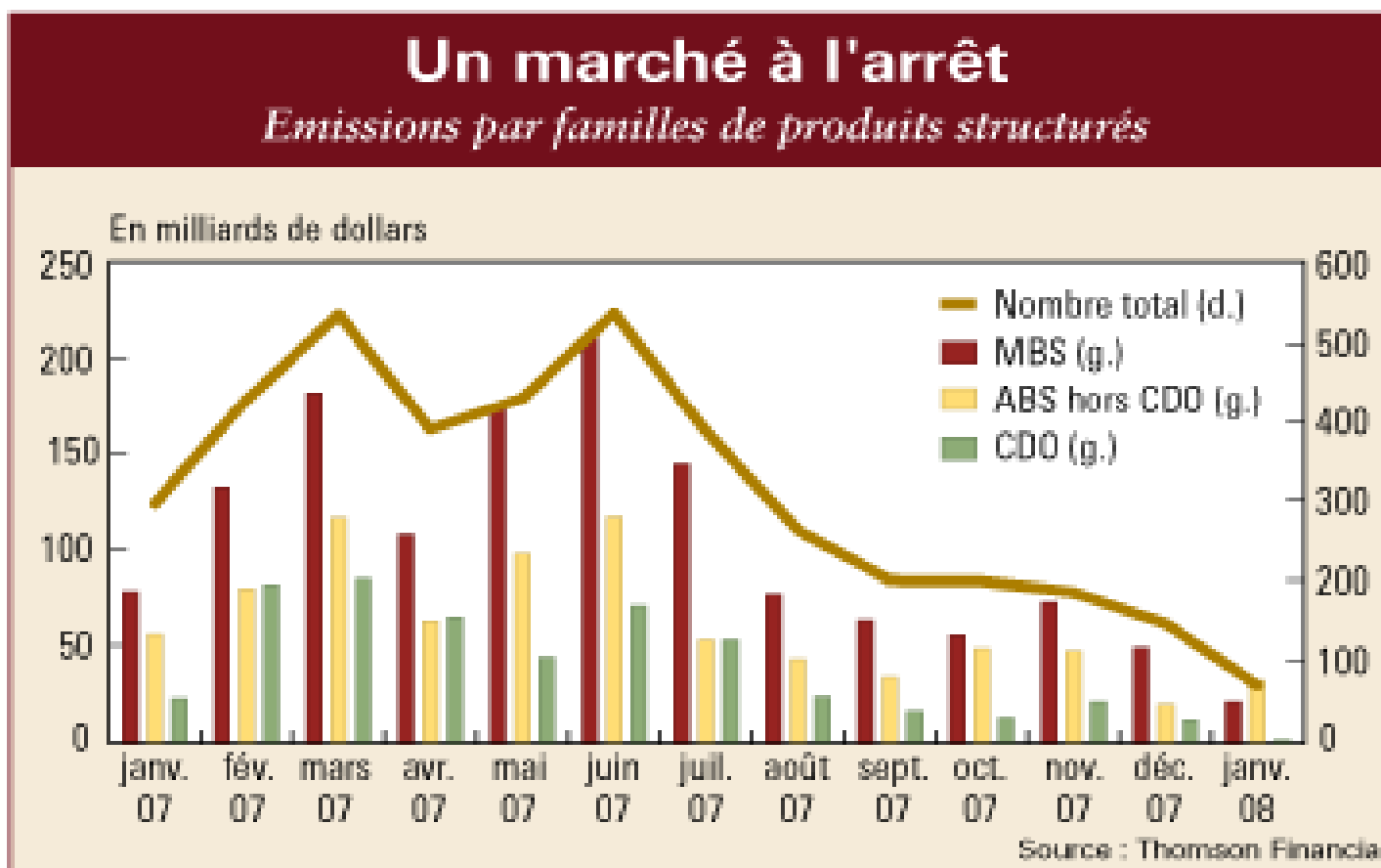
Conséquences de la crise financière

- Sous-capitalisation des banques face aux risques
- Caractère destructeur de l'arbitrage réglementaire
- Sous-estimation systématique des risques:
 - Sur les produits dérivés de crédits / produits de titrisation
 - Sur les risques de liquidité
 - Sur les risques de concentration
- Cette sous-estimation allant même jusqu'à affecter les stress-tests

Le phénomène de Back to Basics



Le phénomène de Back to Basics



Une profonde révision du cadre réglementaire est à l'oeuvre

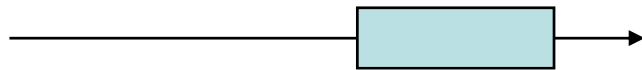
- Fin 2008:
 - Valorisation des instruments financiers
 - Pilotage du risque de liquidité
- Début 2009:
 - Révision de la mesure des risques de marché
 - Refonte d'ensemble de Bâle II
 - Révision des pratiques de stress-tests

Le nouveau cadre réglementaire du risque de marché

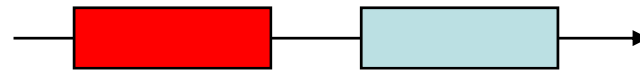
- Application:
 - 31/12/2010: pour les établissements utilisant déjà des approches « modèle interne » validées par le superviseur
 - Immédiate: pour les nouveaux établissements souhaitant passer aux approches « modèle interne »
- Conséquence globale:
 - Les fonds propres devant être alloués à la couverture des risques de marché vont être très significativement et durablement majorés
 - Baisse durable du ROE des activités de marché
 - Pénalisation des structures et produits les plus complexes

Un coût du risque de marché, durablement majoré

- Limitation de l'intérêt de l'arbitrage réglementaire
- Passage d'une mesure pro-cyclique à une mesure à mémoire



**VaR calée sur les 250
derniers jours ouvrés**



**VaR calée sur les 250
derniers jours ouvrés**

+

**VaR stressée calée sur une période
de stress de 250 jours ouvrés**

+

**IRC (Incremental Risk Capital) au
titre des risques de migration et de
défaut**

Le nouveau cadre de la titrisation

Le cadre Bâle II révisé pose un cadre nouveau à la titrisation:

- Pénalisation des opérations de « resecuritisisation » (retitrisation) au sein desquelles des actifs titrisés font l'objet d'une seconde titrisation (ex. CDO)
- Augmentation des fonds propres réglementaires consommés par ces opérations (doublement en approche standard)
- Pénalisation des mécanismes de « self guarantee » qui permettait à une banque de profiter d'un rating amélioré par l'octroi de garanties de son propre fait (ex. garantie de liquidité)

Une valorisation plus conservatrice

Mise en place d'un « Prudent Valuation Guidance »

Erige le Mark to Market en principe, le recours aux approches Mark to Model relevant de l'exception.

Cas particulier des « less liquid positions »

- Procéder à un ajustement de valorisation reflétant la faible liquidité des positions.
- L'illiquidité est appréciée sur la base de différents critères:
 - Temps requis pour la couverture des positions
 - Volatilité moyenne du spread bid-offer
 - Nombre de cotations indépendantes
 - Volatilité et moyenne des volumes traités (y compris en période de stress)
 - Degré de concentration des marchés
 - Poids des approches Mark to Model

La révision du pilier II de Bâle II

Ce cadre révisé consacre la démarche ICAAP¹:

- Le pilier 1 ne pose que des exigences **minimales** de fonds propres
- Le pilier 2 comporte des lignes directrices pour évaluer le juste niveau de capital requis
- Désormais, de nouvelles catégories de risques devront être prises en compte en pilier 2:
 - Risques de concentration des expositions (par zone géographique, secteur d'activité, garant...)
 - Risques liés à la titrisation (blocage des conduits et véhicules de titrisation...)
 - Risques de réputation et de « risques contingents » (sauvetage et reconsolidation des risques de SIV, détitrisation...)
 - Risques de liquidité (en prenant en compte les expositions induites par les conduits, véhicules et mécanismes de titrisation utilisés...)
 - Risques de pipeline (cf supra) à prendre en compte en stress-tests

¹: ICAAP: *Internal Capital Adequacy Assessment Process*

Une hausse durable du coût du risque

- Sur le risque de crédit:
 - Moindre circulation des risques
 - Moindre liquidité
 - Disparition des véhicules les plus complexes (cf. CDO...)
 - Effets d'éviction pour le financement des entités publiques et privées
 - Difficultés d'émission de l'Etat Allemand
 - Amplitude des émissions publiques (financement des plans de relance, hausse des émissions FMI...)
 - Amplitude des émissions des pays émergents prévues pour 2009 (de 2500 à 3000 milliards de dette arrivent à échéance)
 - Des raisons d'espérer:
 - Apparition de marchés organisés sur les dérivés de crédit (chambre de compensation sur CDS en juin aux USA et en Europe à partir de juillet 2009)