

## Le Wrong-Way Risk

Julien RECAN

Novembre 2009

Les produits dérivés négociés de gré à gré sont, contrairement aux instruments listés, soumis à un type de risque "hybride" mal connu : *le Wrong-Way Risk* (WWR). En effet, tout instrument négocié de gré à gré (ou encore over the counter) peut être vu comme un ensemble de cash flows aléatoires (dépendant de facteurs de marché inconnus aujourd'hui) promis par la contrepartie du contrat. Le risque lié à l'incertitude sur les facteurs de marché est appelé *risque de marché*. Celui lié à l'incertitude sur la capacité de la contrepartie d'honorer ses engagements (en termes de paiement des flux futurs) est qualifié de *risque de contrepartie*. Cependant, si la qualité de crédit de la contrepartie, et en particulier sa probabilité de défaut, n'est pas indépendante des facteurs de marché, alors le WWR peut apparaître. Dans la suite, nous précisons la nature de ce dernier et discutons de la façon dont celui-ci est traité actuellement par les banques.

Le WWR est le risque que l'exposition à une contrepartie soit inversement corrélée à la qualité de crédit de celle-ci. On peut en distinguer deux types :

- Le WWR Spécifique qui se manifeste dans des produits "mal" structurés, par exemple des produits structurés de crédit garantis par une entité incluse dans le panier (ou par une de ses filiales)
- Le WWR Générique où la qualité de crédit de la contrepartie peut être liée de manière non spécifique à la valeur du contrat, par exemple, par l'intermédiaire de facteurs macroéconomiques.

Donnons maintenant quelques exemples simples de produits comportant un tel risque :

- Un swap de taux payeur (nous payons le taux fixe et recevons le taux variable), dont nous voyons la valeur augmenter en même temps que les taux, conclu avec une contrepartie se finançant à taux variable, dont la qualité de crédit baisse avec une hausse des taux, est soumis au WWR ;
- Un autre exemple classique est celui d'une position acheteuse de CDS sur une entité dont la qualité de crédit est positivement corrélée à celle de la contrepartie (entité et contrepartie appartenant toutes les deux au secteur bancaire, par exemple).

Le WWR est difficile à estimer et mesurer de

manière fiable et systématique, en particulier dans le contexte de systèmes de risque traitant un grand nombre de positions de type OTC. De plus, la réglementation actuelle n'impose aucune contrainte sur la mesure de celui-ci. De fait, le WWR revêt la particularité d'être à l'intersection des risques de marché et de contrepartie. En effet, il est lié à la structure de dépendance qui peut exister entre le processus de perte lié aux facteurs de marché et le processus de défaut de la contrepartie. Avant la crise actuelle, ce risque était systématiquement ignoré car considéré comme négligeable. Cela est particulièrement visible sur des produits de crédit comme les CDS dont la valorisation ne tenait pas compte du risque de défaut de la contrepartie et à fortiori pas compte non plus de la corrélation de défaut entre entité sous-jacente et contrepartie. L'argumentation mise en place pour justifier une telle hypothèse était que les banques (qui constituent la majorité des contreparties des CDS) ne font jamais défaut, assertion infirmée depuis de 2008.

La non prise en compte du WWR dans les systèmes de risque actuels est due, outre que ce dernier est compliqué à estimer, à la manière dont les marchés valorisent les instruments de type OTC. En effet, le marché "valorise" ces instruments en cotant les facteurs implicites à un "modèle de marché standard" sans tenir compte (et bien sûr il ne le peut pas) de la qualité de crédit (et donc encore moins

du coût lié au WWR) de la contrepartie. Lors de la négociation d'un contrat entre deux contreparties, un spread sur ce facteur implicite est négocié afin, entre autre, de "compenser" le risque de contrepartie que supporte chacune des entités. Par la suite, le coût en fonds propres est calculé sur la base de l'exposition générée par ces positions, et un certain montant de fonds propres (proportionnel à la probabilité de défaut de la contrepartie) est alloué. Ceux-ci, liés au risque de contrepartie, viennent s'ajouter aux fonds propres liés au risque de marché. Cette séparation entre risque de contrepartie et risque de marché, renforcée par les recommandations Bâle II, rend complexe toute mise en place d'un système pre-

nant en compte le WWR. La nature de celui-ci impliquerait une gestion commune des risques de contrepartie et de marché au sein d'un framework commun.

La crise a donc permis de mettre en évidence le risque de négliger la corrélation entre défaut de la contrepartie et valorisation de marché des instruments. Le travail à accomplir afin d'intégrer ce risque est conséquent, en particulier à cause de la segmentation historique qui existe entre risque de marché et risque de contrepartie. La prise en compte du Wrong-Way Risk nécessitera donc une remise en cause des modèles de risque réglementaires actuels, et la fusion des différentes mesures de risque.