

Quel indicateur retenir pour le risque de crédit : le prix des CDS ou les spreads obligataires ?

article paru dans « Banque Magazine » n 659, juin 2004

Les investisseurs retiennent jusqu'à présent les spreads obligataires comme la meilleure estimation du risque de crédit. Avec la forte croissance du marchés des CDS (Credit Default Swap), par lesquels l'acheteur se couvre sur le défaut éventuel d'une entité sous-jacente, cette approche doit-elle changer ?

L'acheteur d'un Credit Default Swap se couvre sur le défaut éventuel d'une entité sous-jacente au contrat. Le prix de l'instrument reflète la perception de la probabilité de défaut de cette entité et l'espérance du taux de recouvrement à un horizon de temps donné. Le risque pris par le vendeur est équivalent à celui qui résulte de l'achat d'une obligation émise par l'entité sous-jacente, à taux variable, de même maturité et qui cote au pair. Etant donné que ce dernier type d'instrument s'avère plutôt rare, il est généralement admis que le spread d'une obligation à taux fixe par rapport au Libor, de maturité proche et émise par l'entité sous-jacente à l'opération de CDS devrait fournir un bon indicateur du prix de celui-ci.

Or, les pratiques de marché mettent souvent en évidence des écarts significatifs entre le prix des CDS et le spread au-dessus des émissions de référence consenti par l'entité sous-jacente. En moyenne, le prix d'un CDS est plus élevé mais les situations inverses ne sont pas rares et la différence entre les deux données est soumise à de fortes variations potentielles. Traditionnellement, les investisseurs retiennent les spreads obligataires comme le meilleur estimateur du risque de crédit. Avec la forte augmentation des volumes de CDS traités sur les marchés cette approche doit-elle changer ?

La différence entre le prix d'un CDS et le spread d'une obligation à taux fixe s'appelle la base (voir tableau ci-joint). Un première catégorie de facteurs explicatifs de cette donnée réside dans l'observation de la structure du produit dérivé. Les principaux d'entre eux sont :

- **L'existence d'une option de moins chère à livrer** : dans le cas où l'acheteur a la possibilité de livrer un titre dans un gisement prédéterminé, il aura la possibilité de choisir l'obligation la moins chère. Cette clause entraîne une augmentation de la base;
- **l'exposition au risque de contrepartie** : en abandonnant le risque de crédit au vendeur, l'acheteur de CDS s'expose au risque de contrepartie sur ce dernier. Ce risque se matérialise si, avant la maturité du CDS, le défaut du vendeur précède celui de l'entité sous-jacente ;
- **Le prix de l'obligation sous-jacente** : le risque pris sur le CDS s'élève à hauteur du nominal (100) alors que celui pris sur l'achat d'une obligation porte sur le « dirty price », c'est à dire le prix de l'obligation avec le coupon couru. Si l'obligation cote au-dessus du pair, l'acheteur de CDS qui se couvre sur le défaut de l'émetteur de l'obligation sera sous-couvert. Le prix du CDS sera moins élevé que si l'obligation cote au pair et la base diminue. Inversement, un CDS sur une ligne obligataire qui cote au-dessous du pair entraîne une augmentation de la base, toutes choses égales par ailleurs.

Les deux derniers facteurs n'entravent pas la comparaison des prix de CDS avec les spreads obligataires. Les acheteurs de dérivés de crédit négligent le plus souvent le risque de contrepartie car les corrélations de défaut avec l'entité sous-jacente restent faibles. En outre, les vendeurs de CDS

sont le plus souvent des établissements américains spécialisés dans les instruments dérivés¹ et bénéficiant d'une excellente notation financière. Le risque de défaut sur ces contreparties reste faible. Quant aux prix de l'obligation sous-jacente, son influence est linéaire sur la base et peut donc être facilement isolée. En revanche, l'influence de l'existence d'une option de moins chère à livrer se révèle plus difficile à quantifier. Dans certains cas, notamment celui de restructurations de dette, la valeur de marché des titres qui n'ont pas été rééchelonnés s'avère nettement moindre que celle des titres qui l'ont été, pour un rang de subordination égal. En conséquence, les investisseurs isolent le segment de marché des CDS avec ce type d'option, qui font l'objet d'une tarification de 10% à 15% supérieure pour une nature identique d'actifs couverts², des autres CDS.

Les facteurs purement techniques entraînent parfois l'existence d'une base qui peut s'élever de plusieurs dizaines de points. Toutefois, leur impact se mesure aisément ou provient de particularités conduisant les investisseurs à isoler les produits qui les présentent. Ces facteurs ne suffisent pas à expliquer les niveaux de base observés sur le marché des CDS. Afin de les expliquer, nous devons nous pencher sur une autre série de facteurs de discordance, ceux qui sont liés à l'état du marché.

Dans cette seconde catégorie de facteurs doit être mise en évidence, nous pouvons citer :

- **La régulation** : l'impact d'un achat ou d'une vente de CDS n'est pas neutre sur le capital réglementaire d'une banque. Par ailleurs, certains investisseurs se tourneront d'autant plus facilement vers les dérivés de crédit que les contraintes prudentielles liées à la détention de ce type d'instrument s'avère souples ;
- **l'offre et la demande de protection** : la vente d'un CDS permet à son initiateur de prendre position sur le crédit d'un émetteur sans se contraindre à acheter ses titres et donc à les porter à son bilan. Quant à l'acheteur de CDS, il acquiert une couverture qu'il n'a pas besoin de financer par l'emprunt ;
- **la liquidité** : en général, le marché des CDS est liquide sur des échéances « standard », c'est à dire cinq ou dix ans alors que celui des obligations l'est, en général, sur toutes les échéances.

Alors que l'influence de la régulation sur la base peut-être approximativement considéré comme fixe dans le temps³, cela n'est pas le cas de la liquidité et de l'offre et la demande de protection. Lorsque la perception d'un risque de crédit évolue, les investisseurs qui souhaitent garder un niveau d'exposition constant ajusteront leur positions beaucoup plus facilement sur le dérivé de crédit que sur l'obligation. Dans des conditions de marché mouvantes, les achats et ventes auront tendance à s'effectuer sur le marché des CDS. La liquidité s'en trouve affectée et il n'est pas rare de constater une quasi absence d'échanges sur le sous-jacent alors que celui des dérivés de crédit, pour la même référence, reste actif. Cette situation a pu être observée, par exemple, lors de la crise coréenne en décembre 1997.

Analyse de la différence existant entre le prix d'un CDS et le « spread » d'une obligation à taux fixe (« la base »)

Facteurs	Augmentation de la base	Diminution de la base
<i>Facteurs liés au produit</i>		
Coût de financement	Sous LIBOR, EURIBOR	Au-dessus de LIBOR, EURIBOR
Prix de l'obligation	Sous le pair	Au-dessus du pair
Caractéristiques du contrat de CDS	- Option de moins chère à livrer - Définition du défaut plus large	- Risque de contrepartie - Définition du défaut moins large
<i>Facteurs liés au marché</i>		
Liquidité	Moins bonne liquidité	Meilleure liquidité
Offre et demande	Demande de protection	Offre de protection
Régulation	Moins stricte	Plus stricte

¹ Sur un encours total de 1189 milliards de dollars fin 2001, JP Morgan arrive en tête avec 278 milliards, suivi par Citigroup avec 86 milliards.

² « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? » Commission Bancaire – Commission de contrôle des assurances, RSF, novembre 2002

³ Il existe des exceptions : le marché des CDS en Russie en fin d'année 1998 était devenu inactif car de fortes incertitudes juridiques planaient sur la validité des contrats.

L'observation des fortes discordances entre le prix des CDS et le spread des obligations nous permet d'établir que celles-ci se manifestent surtout lors de conditions de marché exceptionnelles, le plus souvent de crises. Ces dernières incitent les investisseurs à ajuster rapidement leur couverture. Etant donné les difficultés dans ces conditions à « shorter » le crédit, les mouvements s'effectuent d'abord sur le marché des dérivés. Il en résulte une plus forte volatilité des prix de ces derniers et une meilleure perception de l'évolution de la perception instantanée du crédit. Dans ces conditions, le niveau de la base s'élève en général rapidement. Toutefois, à plus long terme, de nombreux arbitragistes prennent position sur le sous-jacent et lorsque les conditions de marché redeviennent « normales », ils tirent profit de la réduction du niveau de la base.

En conclusion, l'existence de facteurs techniques liés à la structure du marché et parfois à son environnement légal ne permettent pas aux primes de CDS de représenter, en l'état, un indicateur optimal pour la perception du risque de crédit d'un emprunteur. Toutefois, dans des conditions de marché « normales », l'investisseur qui saura isoler l'influence de ces facteurs y trouvera un indicateur qui contient une information de qualité égale à celle que l'on peut trouver dans les « spreads » de « l'asset swap », car tout déséquilibre flagrant se trouve corrigé par l'action des arbitragistes. Enfin, dans des périodes de forte volatilité des marchés de crédit, la modification de la perception du risque de crédit d'un émetteur s'applique d'abord aux prix des CDS et permet ainsi à cet instrument de représenter un meilleur indicateur du risque de crédit.

Pour rappel : description des cash-flows associés à un CDS

