Juin 2010

Le marché des CDS : l'exigence de transparence demeure

Né au cours des années 1990, le marché des CDS (Credit Default Swap) s'est considérablement développé, pour atteindre un volume… qu'il est difficile de mesurer, aux dires des meilleurs experts. Cette singulière incertitude sur la volumétrie ne peut être associée qu'à un défaut de régulation et de transparence, que la faillite de Lehman Brothers et le démantèlement d'AIG ont également pointé du doigt.

C'est pourquoi les projets actuels de régulation des marchés de dérivés (tant en Europe qu'aux Etats-Unis) ne doivent pas aboutir à une mécanique trop complexe qui ne se poserait pas les questions de fonds : l'utilité des CDS, leur utilisation, et leur enjeu en terme de stabilité des marchés financiers. Une étude du Club HEC Finance reviendra sur ce sujet : cette note a pour objet de porter l'accent sur la question de l'opacité du marché.

Des enjeux majeurs pour une utilité … relative

Pour les entreprises, l'utilisation des CDS n'apporte pas de réponse au sujet qui pourrait éventuellement être posée : la gestion du risque de contrepartie. Les entreprises s'appuient, pour l'essentiel, sur des règles internes de gestion (par la notation, par l'analyse, par des règles prudentielles de plafond,…) pour couvrir ce risque. Elles ne recourent donc pas – dans leur très grande majorité – à l'utilisation d'un CDS. Si une entreprise a des craintes sur un débiteur, l'assurance-crédit pourra éventuellement être un instrument approprié.

A contrario, si les marchés traitent un CDS sur son nom, elle en subit les désagréments : référent pour le prix de sa dette, risque de manipulation, biais dans la relation avec ses banques,…

La question porte sur la finalité de ce dérivé, son utilité et la vision qui en est donnée : si une banque souhaite couvrir un risque de crédit équivalent à un crédit « en blanc », pourquoi ne pas le vendre ? S'il est avéré que les allocations de capital sont moins exigeantes en cas de couverture par une CDS – ce sont ces allocations qu'il convient de revoir. Et, finalement, le jeu de domino ramenant l'ensemble des risques concentré sur quelques noms revient sur la table.

Une singulière opacité de fonctionnement

Il est essentiel de rappeler les modalités actuelles de fixation de prix des CDS : ils sont recueillis par les sociétés spécialisées (Reuters, Bloomberg) sur la base déclarative de brokers, qui indiquent à quel niveau traite le risque de crédit de ladite contrepartie (« prix auquel des transactions se sont réalisées ou ont pu se réaliser »). Cette information n'est ni factuelle ni vérifiable: il n'y a pas forcément de lien entre des tickets réalisés et l'information donnée. On voit bien la limite de l'exercice : prix indicatif, pas de prise en compte automatique de l'ensemble des transactions réalisées, concentration de l'information aux mains de quelques intervenants/brokers, non indépendance de vue pour ceux qui travaillent dans des établissements de crédit ou de brokage actions,…

Les ambitions de la régulation à venir : un horizon trop lointain ?

Lehman Brothers : 15 septembre 2008. Depuis cette date, beaucoup de volonté… mais pas de concrétisation – dans un contexte où le sous-jacent souverain grec a remis les CDS à l'ordre du jour.

La réaction récente de l'Allemagne (décision de la Bafin d'interdire les ventes de CDS souverain Euro en Allemagne, non adossés à des expositions sous-jacentes avérées) est à la fois tardive et hors du propos s'agissant de la zone de transaction (Londres). Elle cherche à traiter un problème sans en connaître l'ampleur. Plus de 18 mois après le début des dénouements importants, nul ne connaît le nom des vendeurs de protections, des acheteurs et des risques systémiques actuellement portés (voire surajoutés au travers de nouveaux CDS traités depuis 2008).

La régulation des marchés des dérivés est indispensable dans un objectif de réduction du risque systémique. Elle doit en priorité traiter les CDS et passer par des obligations déclaratives. Ces dernières permettraient : (i) de mieux connaître les contours de la régulation à adopter, (ii) de savoir qui fait quoi et (iii) le cas échéant de mettre en place des mesures ad hoc afin de circonscrire des risques à court terme.

Tout acteur est en droit de savoir qui agit sur son nom : les relations entre certaines institutions ou corporates en seraient peut-être changées….

Conclusion : l'exigence de transparence demeure

Le rôle des CDS dans la crise financière de 2008/2009 justifie pleinement les volontés politiques actuelles de réguler le marché des dérivés, bien que tous les dérivés ne soient pas à l'origine de risques systémiques.

Seule une transparence du marché permettra d'avancer : déclaration de positions, de volume, de seuils ; règles de confidentialité et murailles de Chine ; appropriation du sujet par les régulateurs. Les plates-formes de compensation auront leur rôle à jouer ; d'ici-là les régulateurs doivent pouvoir demander des chiffres pour avancer et orienter les débats à venir.

Marc VERSPYCK