NATIXIS

SPECIAL REPORT
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

02 mars 2010 - N° 67

Sophie Chardon, Cyril Regnat, Jean-François Robin

CDS souverains : couverture ou spéculation ?

Pas un jour sans que l'on cite les CDS souverains comme le nouveau baromètre des obligations autrefois sans risque ou le vecteur favori des positions spéculatives. En fait les CDS ne méritent sans doute pas l'excès d'attention qu'on leur porte pas plus que l'opprobre qu'on ne leur jette.

- Cash et CDS sont sans surprise intrinsèquement liés et évoluent de concert. Il est ainsi difficile d'établir une causalité à la corrélation entre qui des CDS ou du cash entraine l'autre.
- En termes de volume le CDS reste nettement moins significatif que le marché obligataire cash. Le volume sur les CDS semblant toutefois augmenter avec la dégradation de la dette. Les positions qui jouent contre un pays augmentent donc relativement plus sur le marché des CDS.
- Le marché des CDS gagnerait à l'utilisation systématique des chambres de compensation et à la généralisation des appels de marges livrés sous la forme d'obligations sous-jacentes.
- Globalement le marché cash reste le marché le plus significatif pour jauger la qualité d'une dette.

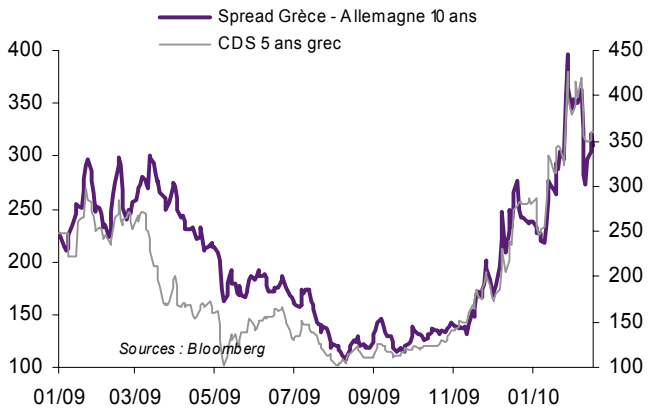
On le sait, les rendements obligataires et les niveaux de CDS sont fortement sensibles à l'aversion au risque des investisseurs. Ainsi, en phase de stress sur une dette, on observe :

- une hausse des rendements obligataires de la dette concernée et une ouverture des spreads de taux contre les dettes les plus sûres (l'Allemagne par exemple) ;
- une hausse du CDS (Credit Default Swap) du fait de l'augmentation de la probabilité de défaut sous-jacente de l'émetteur.
- Les deux sont intrinsèquement liées et il n'y a pas d'arbitrages théoriquement à un horizon plus ou moins long. Il peut y avoir des différences de base liées au coût de funding, à l'intégration ou non d'un paiement upfront, aux différences de liquidité etc mais globalement cash et CDS au final pricent le même risque.

Les craintes des investisseurs jouent donc un rôle critique dans la valorisation de ces deux instruments que sont les obligations souveraines et les CDS. Et assurément, depuis maintenant la mi-octobre, les difficultés rencontrées par la Grèce nous donnent un exemple concret de ces dynamiques où le risque crédit est devenu central pour des dettes qui traditionnellement appartiennent à la catégorie dite « sans risque ».

De 130pb mi-octobre, le spread 10 ans Grèce – Allemagne est passé à plus de 310pb récemment, un point haut à près de 415pb ayant été touché.

Spread 10 ans Grèce - Allemagne et CDS 5 ans grec



Pour le CDS grec, l'envol a été d'ampleur similaire. En un peu plus de 4 mois, le coût d'une protection sur la dette grecque est passé de 120pb à 360pb.

On remarque immédiatement sur le graphique ci-dessus que la corrélation entre les deux actifs est particulièrement élevée (98% depuis la mi-octobre !).

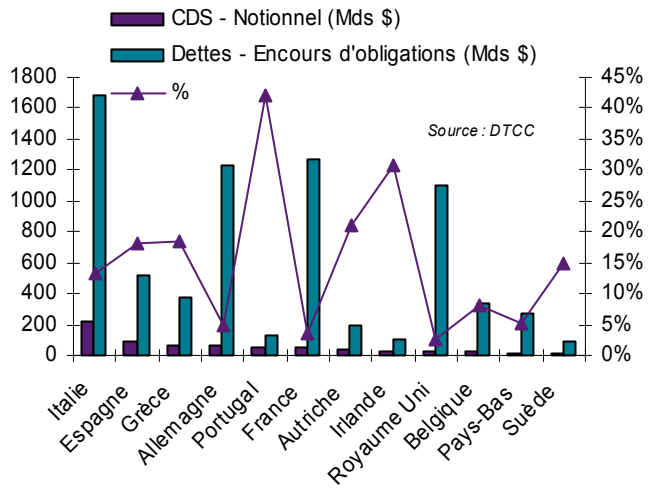
Néanmoins, une question subsiste concernant ces deux actifs, à savoir : qui donne le tempo, l'obligataire ou le CDS ?

Depuis plusieurs semaines, de nombreuses sources évoquent le rôle prépondérant du marché des CDS dans les attaques spéculatives que subiraient certains souverains de la zone Euro et son influence sur le cash.

Si les acteurs du marché des CDS participent à cette fronde contre certains Etats, les niveaux de valorisation restent fondamentalement dictés par les marchés obligataires.

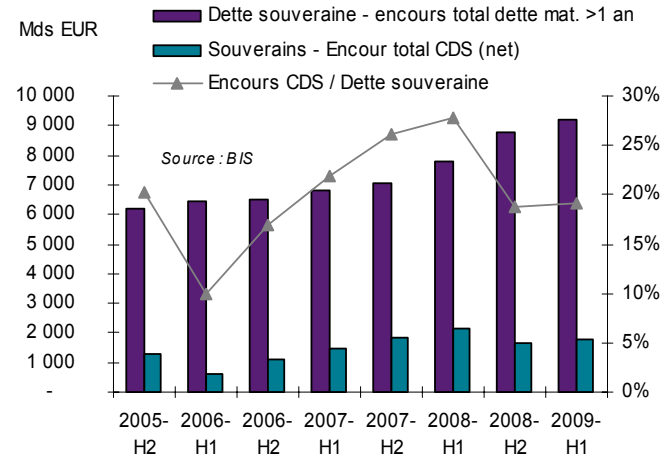
Le premier facteur allant dans ce sens concerne **la taille du marché des CDS souverains qui, dans l'absolu, reste minime face à celle du marché de la dette souveraine**.

La taille du marché CDS reste faible par rapport à celle du marché obligataire



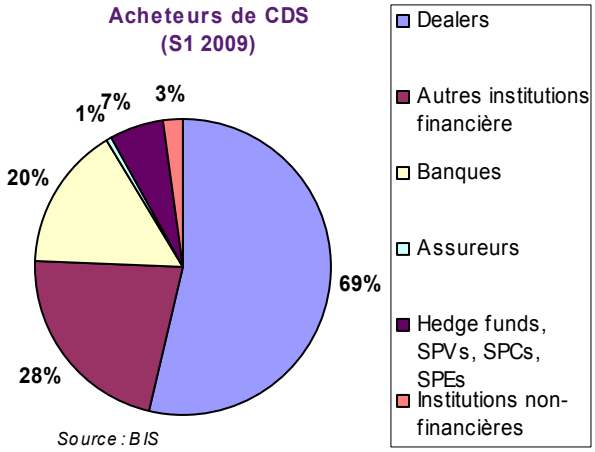
En effet, si l'on compare les encours des principales dettes souveraines à la position totale sur le marché CDS, on remarque que la taille de ce dernier excède rarement les 20%. Les données fournies par DTCC (The Depository Trust & Clearing Corporation) sont par ailleurs confortées par les statistiques proposées par la BRI (Banque des Reglements Internationaux).

La part serait de 20% au niveau mondial



En effet, la taille totale du marché des CDS souverains atteindrait $1761Mds à la fin du 1er semestre 2009 contre une dette souveraine mondiale (de maturité >1 an) de l'ordre de $9200Mds soit un ratio de 19% entre les deux encours. Vis-à-vis des $36 000Mds qui représentent l'encours du marché des CDS, le segment souverain ($1760Mds) représenterait à peine 5% du total. La BRI, dans son rapport triennal, nous donne aussi des indications concernant les principaux acteurs du marché des CDS, qu'ils soient acheteurs ou vendeurs de protection.

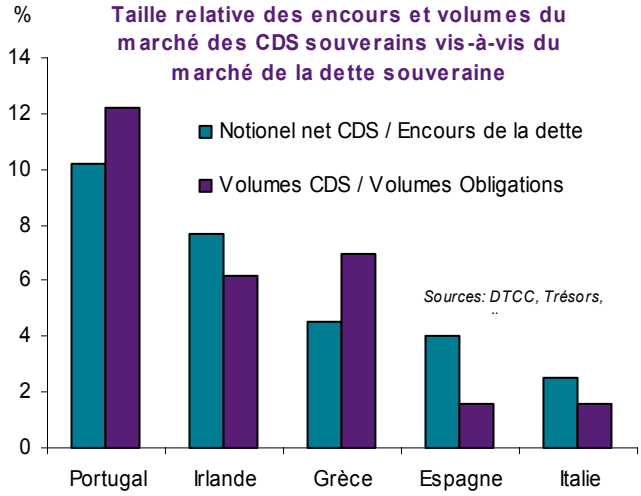
Acheteurs de CDS (S1 2009)



Les informations recueillies soulignent relativement bien la jeunesse du marché des CDS avec une activité principalement concentrée sur les dealers (market makers). Les hedge Funds, pointés du doigt régulièrement, ne représenteraient que 7% des acheteurs de CDS à la fin du 1er semestre 2009 alors que les dettes corporates et souveraines avaient été particulièrement chahutées sur toute la 1ère partie de 2009.

Comparée à la position nette sur chaque nom (soit l'exposition nette du marché au risque de défaut), la taille du marché CDS est encore plus faible. Elle ne dépasserait cette fois pas les 10%, l'exposition nette sur la Grèce étant par exemple de 4%. En comparaison, les mêmes statistiques sur les encours de dettes corporates cette fois indiquent un ratio de 59%.

Taille relative des encours et volumes du marché des CDS souverains vis-à-vis du marché de la dette souveraine

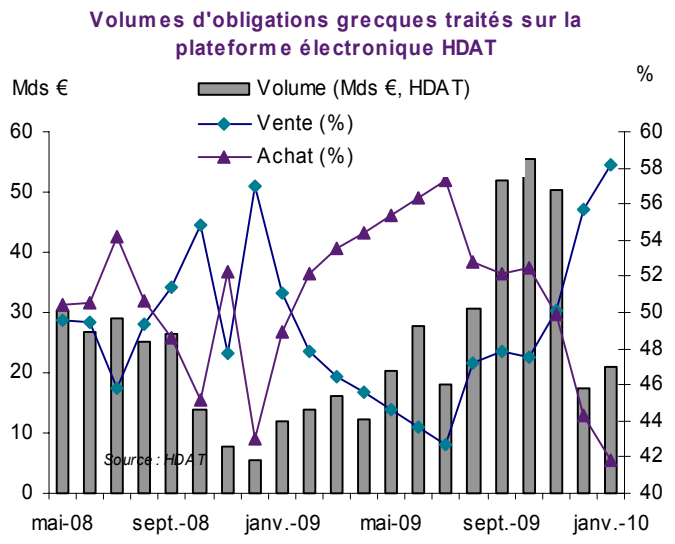


Le poids du marché des CDS souverains étant relativement faible par rapport à celui du marché obligataire, on retrouve un déséquilibre particulièrement marqué en analysant les volumes traités sur chacun d'eux. Ainsi, les volumes de CDS souverains traités représenteraient moins de 10% des volumes sur la majorité des dettes. Sur la dette italienne, l'une des plus liquides de la zone Euro, le ratio volumes CDS / volumes Obligations serait de seulement 2%. Selon DTCC, les volumes sur les CDS souverains d'Europe de l'Ouest auraient atteint un record de $60Mds en janvier, un montant que l'on peut considérer comme anecdotique face aux €85Mds d'OAT échangées chaque jour en France. Par ailleurs, ce surcroît d'activité sur les CDS souverains au mois de janvier peut être associé à la réouverture des marchés primaires obligataires donc notamment à la mise en place de stratégies jouant la base CDS / Cash.

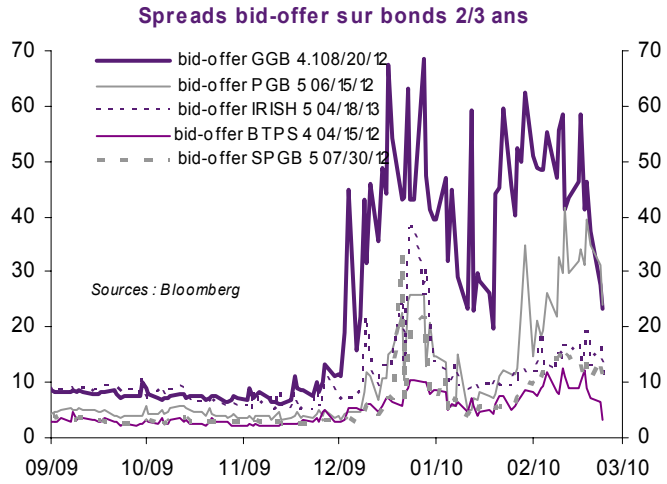
Compte tenu de la différence notable entre les encours et les volumes traités sur les deux marchés, il paraît clair que **le marché obligataire reste le marché dominant concernant la valorisation des dettes souveraines**.

En prenant l'exemple de la Grèce, ce constat est d'ailleurs conforté par les statistiques publiées par la Banque centrale grecque. Ainsi**, la proportion de vendeurs** sur la plateforme de trading obligataire HDAT **est passée de 42% en juillet 2009 à un peu plus de 58%** le mois dernier, un plus haut. Ce renversement de tendance en faveur des vendeurs est par ailleurs intervenu dans un marché caractérisé par des volumes extrêmement importants : plus de €50Mds en octobre/novembre dernier, €20Mds en janvier.

C'est d'ailleurs logique de voir, sur les CDS, les volumes augmenter avec la dégradation du marché. Autrement dit, plus la Grèce est perçue comme risquée plus le volume sur les CDS va augmenter, relativement plus qu'en sens inverse.

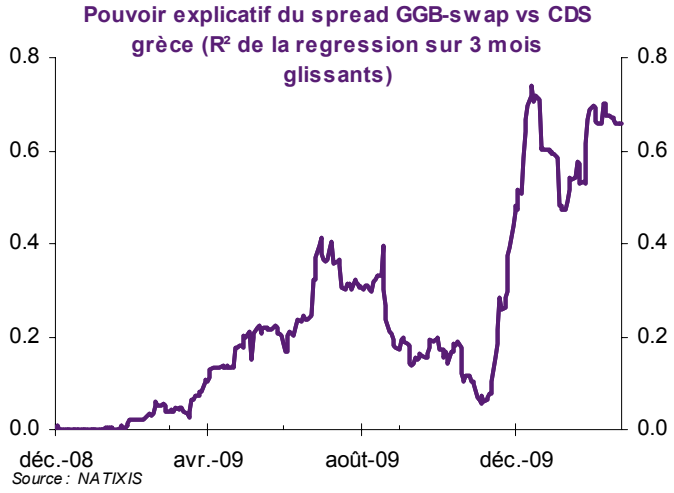


A la différence du marché des CDS, la profondeur du marché de la dette grecque est restée importante. Néanmoins, malgré ceci, les bid-offer spreads sur la dette grecque se sont fortement écartés depuis le début de crise. Ainsi, sur la zone 7 ans – 10 ans, qui représente à elle seule de 40% à 80% des ordres, les bid-offer spreads atteignent près de 15 centimes. Sur le segment court de la courbe grecque, moins liquide, les bid-offer spreads affichent des niveaux 4 à 5 fois supérieurs à ceux sur la zone 10 ans (près de 60 centimes).



Ce phénomène, tout comme le nombre croissant d'acheteurs de protection sur la Grèce, a contribué à accentuer l'écartement des spreads Grèce – Allemagne.

Empiriquement, les variations quotidiennes du CDS sont significativement liées aux variations du spread GGB-Bund et cette relation a été renforcée par la crise (graphique ci-dessous).



Cette relation est cependant contemporaine, les deux spreads ont évolué de façon conjointe surtout sur la période récente : les tests de Granger rejettent toute causalité temporelle entre les deux séries.

Dans les faits, on remarque toutefois que le marché des CDS peut, dans certains cas, réagir plus rapidement à la dégradation de la dette que le spread contre Bund. Autrement dit le marché des CDS semble plus facilement utilisé pour jouer contre un pays sans doute du fait justement de l'absence de sous-jacent et de la nécessité de passer par le marché du repo dans le cas

d'une transaction cash classique. Par ailleurs, nous observons que la moindre liquidité du marché des CDS souverains provoque une plus grande volatilité sur le marché (gap et sauts de valorisation réguliers). Dès lors, il devient particulièrement difficile de jouer contre le marché en période de stress.

Chambre de compensation ou de la nécessité de rapprocher le gré à gré d'un marché organisé

Le netting existe mais une centralisation systématique assurerait l'absence de risque de défaut de contrepartie et donc un risque systémique nettement moins important.

Surtout il assurerait une transparence au marché qui fait défaut aujourd'hui (mauvais jeux de mot il est vrai). Cela permettrait ainsi d'avoir des informations plus fiables en termes de volumes, de la nature des positions et de leur origine évitant ainsi les théories du complot qui tournent actuellement.

D'un marché de gré à gré vers un marché organisé

Les initiatives de part et d'autres de l'Atlantique de chambres de compensation soutenues par les Banques centrales vont certainement dans le bon sens pour ne pas toucher à la liquidité alternative et à la couverture offerte par les CDS tout en augmentant la transparence pour rendre ce marché plus efficient.

Une autre mesure bienvenue consisterait à systématiser les appels de marge versés sous forme d'obligations sous-jacentes du type de celles pris en compte par le contrat standard ISDA qui définit notamment les obligations livrables en cas de défaut. Ainsi un vendeur de protection sur la Grèce devra également avoir en portefeuille des GGBs. Implicitement cela favoriserait plutôt des prises de positions de couverture sur le marché des CDS.

Conclusion

- Cash et CDS sont sans surprise intrinsèquement liés et évoluent de concert. Il est ainsi difficile d'établir une causalité à la corrélation entre qui des CDS ou du cash entraîne l'autre.
- En termes de volume le CDS reste nettement moins significatif que le marché obligataire cash. Le volume sur les CDS semblant toutefois augmenter avec la dégradation de la dette, les positions qui jouent contre un pays augmentent donc relativement plus sur le marché des CDS.
- Le marché des CDS gagnerait à la mise en place effective de chambres de compensation et aux appels de marges systématiques sous la forme d'obligations sous-jacentes.
- Globalement le marché cash reste le marché le plus significatif.