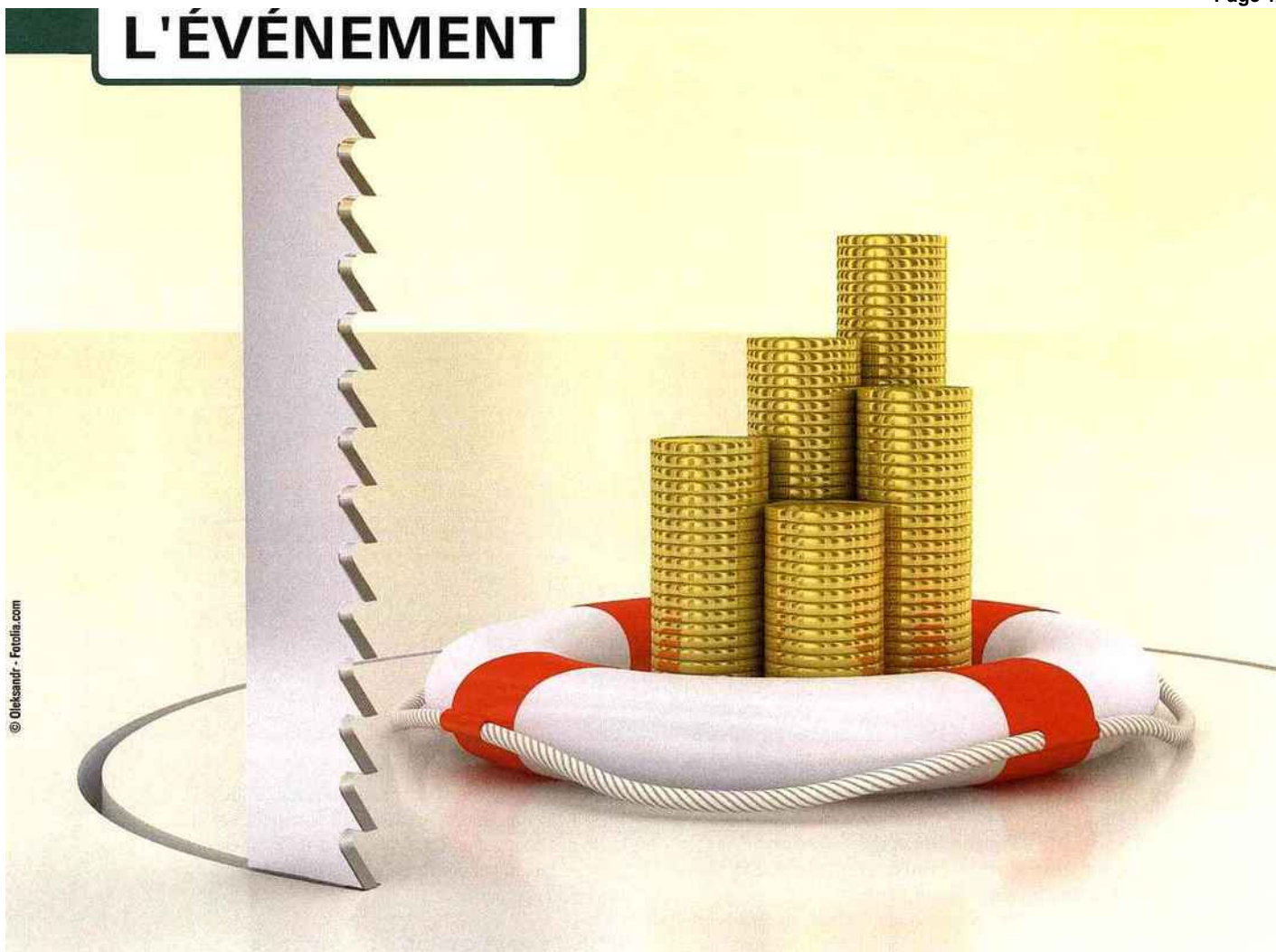


L'ÉVÈNEMENT



© Oleksandr - Fotolia.com

CDS SOUVERAIN

Le faux coupable

Ces instruments ont vu leur rôle critiqué dans la crise grecque, mais leur défense s'organise.

PAR XAVIER DIAZ
ET FRÉDÉRIQUE GARROUSTE

Les CDS (*credit default swaps*) affrontent un vaste mouvement de défiance. Accusés, dès l'éclatement de la crise en 2007, de propager les risques en toute opacité, ces dérivés

de crédit sont à nouveau sur la sellette, pour leur rôle, cette fois, de couverture du risque souverain. La décote de 50 % sur leurs créances subie par les détenteurs d'obligations grecques, y compris quand ils avaient acquis des CDS, jette le doute sur ces instruments. « *Ceux qui avaient acheté du CDS se retrouvent avec un contrat qui*

ne les protège pas comme ils l'espéraient, déplore Jean-Marc Delfieux, responsable de la gestion des fonds ouverts chez Tikehau IM. *Le CDS grec n'a pas rempli son rôle et l'intérêt du produit s'en trouve remis en cause.* » Certes, l'échange n'est pas encore finalisé mais l'Isda (International Swaps and Derivatives Association), qui décide de la mise en œuvre de la protection, a déjà fait connaître son interprétation du cas, étonnante pour certains. « *L'échange est présenté comme volontaire si bien que l'Isda considère qu'il n'y a pas d'évènement*

Dossier politique



Jean-Pierre Jouyet,
président de l'Autorité
des marchés financiers

« Le plus important, c'est d'examiner l'utilisation croissante des CDS ('credit default swaps', NDLR) comme référence dans la notation souveraine, alors que l'on connaît l'opacité et le manque de liquidité de cet anti-marché »

(24 novembre 2011)



Pascal Canfin,
député européen
Europe Ecologie-Les Verts

« Interdire la détention de CDS à nu souverains, c'est quelque chose qui n'a été fait nulle part ailleurs [qu'en Europe] dans le monde.

Plus largement, c'est aussi la première fois depuis 2008 et le début de la crise que l'Europe interdit un produit financier. C'est un signal fort et une avancée importante »

(19 octobre 2011)



Pierre Mariani,
directeur général de Dexia

« Les spéculateurs utilisent des méthodes sournoises pour forcer un défaut des obligations souveraines, une pratique qui s'apparente à celles des pirates du XVII^e siècle. D'abord, les spéculateurs acquièrent des protections contre le défaut d'un pays et ensuite ils tentent de le faire défaillir en faisant grimper le prix des CDS »

(25 novembre 2011)

« Pour la Grèce, les CDS ont bien fonctionné en termes de couverture »

Stanislas Grenet,
gérant chez OFI AM

Une faible exposition nette sur le CDS souverain



de crédit, ce qui semble très paradoxal », explique Jean-Marc Delfieux.

Résultat, les rumeurs sur les anomalies du marché vont bon train, alimentées par l'abandon inexplicable par Conrad Voldstad, le 10 novembre dernier, de son poste de président de l'Isda, après moins de deux ans à cette fonction. Le *New York Times* est même allé jusqu'à accuser BNP Paribas - qui a aussitôt démenti - de conflit d'intérêts entre son rôle de membre du comité de détermination de l'Isda et celui de conseil dans le plan d'échange de la dette grecque de juillet dernier, depuis lors annulé ! « De toute façon, une manipulation du comité de détermination de l'Isda, où siègent quinze membres, dix banques et cinq sociétés de

gestion, aux intérêts non convergents sur les CDS, semble hautement improbable », assure un banquier d'un autre établissement.

Assurément, le mécanisme juridique des CDS n'est pas non plus en cause. « Très

schématiquement, s'agissant des négociations de la dette grecque, la question est de savoir s'il y a ou non restructuration, indique Alban Caillemer du Ferrage, associé chez Gide et conseil de l'Isda. Or tout effort consenti volontairement par un créancier, sans effet contraignant sur l'ensemble des autres créanciers, y compris ceux ne participant pas à l'accord, n'est pas appréhendé par la définition de la restructuration de l'Isda. »

Incompréhension du marché

De fait, tous les investisseurs ne sont pas liés par l'accord du 27 octobre sur l'échange de dette. « Une restructuration au sens de l'Isda est une restructuration

qui s'impose à tous les porteurs de CDS, même ceux qui ne sont pas d'accord, expose Alain Gauvin, associé au cabinet Lefèvre Pelletier & Associés. Dans le cas de la Grèce, il s'agit d'une restructuration volontaire. Les investisseurs sont libres d'adhérer ou pas au 'haircut' (décote, NDLR). » Un investisseur ayant acheté des CDS pour couvrir des positions en emprunts d'Etat grecs ne serait donc pas fondé à contester une décision de l'Isda confirmant que le haircut de 50 % n'est pas un événement de crédit. « Les parties aux CDS ont souvent accepté, aux termes de leurs contrats, d'être liées par toute

« Eviter de déclencher un défaut peut faire empirer les choses »

décision finale du comité de détermination de l'Isda », relève un avocat d'affaires.

Il semble donc que les déceptions tiennent plus à une incompréhension du marché des CDS. L'erreur tient notamment d'une confusion entre la cause et l'effet du déclenchement du CDS. « Le CDS est censé protéger contre la perte de valeur d'une obligation, affirme Frédéric Lacroix, avocat associé chez Clifford Chance. Mais il n'est déclenché que s'il y a survenance d'un événement de crédit et non pas simplement parce qu'une baisse de la valeur de marché de l'actif faisant l'objet de la couverture aurait été constatée ».

La principale source d'incompréhension tient toutefois surtout à la nature politique du dossier. « Le seul aléa qu'on peut regretter n'a rien à voir avec l'Isda mais avec la manière dont, au plan politique, les établissements financiers ont été incités, pour ne pas dire plus, à accepter des accords qui évitaient le déclenchement de la clause », explique Alban Caillemier du Ferrage. Une manœuvre guidée par la crainte du risque de faillites en chaîne en cas de défaillance d'une contrepartie,

même si le marché des CDS grecs paraît faible avec une exposition notionnelle nette de seulement 3,7 milliards de dollars (voir le graphique). Dans son ensemble, l'exposition notionnelle brute globale sur les CDS souverains a doublé à 2.700 milliards de dollars depuis fin 2008 (dont 63 % sur les seules dettes européennes). « Le non-déclenchement des CDS est plutôt une bonne approche, un signal au marché pour éviter une contagion plus grave, note un banquier. Le signal eut été encore plus négatif avec le déclenchement. » Nombre d'acteurs font en effet la spéculation à laquelle donnent lieu les CDS. « Des spéculateurs achètent de la protection sur le marché des CDS et font mécaniquement grimper les primes des dettes publiques, alimentant la défiance », avance Julien Pénasse, ancien trader, chargé de cours à l'Essec. Ainsi, si le non-déclenchement des CDS grecs décrédibilise les instruments dans leur ensemble, il ne s'agit pas forcément d'une mauvaise nouvelle. « Leur moindre utilisation évitera bien des préoccupations sur les risques cachés dans les bilans des banques, assure Arnaud Raimon, président d'Aliénor Capital. Les dérivés posent des difficultés en effet car on ne sait plus où se trouvent les



risques. Un facteur d'opacité disparaît. » Les critiques gagnent à présent les CDS corporate. « Le cas de Seat Pagine Gialle semble très limite, indique Jean-Marc Delfieux. Les prêteurs obligataires vont perdre une grande partie de leurs créances et pourtant, le CDS pourrait ne pas être exercé. Nous sommes loin de la certitude de l'assurance tant les cas d'exception ou d'incertitude sont nombreux. » Partagée, l'Isda s'en est remis à un expert externe pour trancher le cas.

Vers un marché d'Etat administré

Pourtant, décrédibiliser les CDS souverains n'apparaît pas sans risques. « Eviter à tout prix de déclencher le défaut pour les CDS peut au bout du compte faire empirer les choses, déplore Guillaume Lendormy, spécialiste produit obligataire chez Robeco. Le fait de ne pas déclencher les CDS peut en effet forcer des investisseurs qui l'ont utilisé comme couverture à vendre leurs obligations, ce qui entraîne une augmentation des rendements des emprunts d'Etat. Un cercle vicieux se met en place. » D'après les dernières données du bureau d'études EPFR du 18 novembre, les flux sortants des fonds obligataires européens se sont accélérés, enregistrant 5,2 milliards de dollars de retraits depuis dix semaines.

Résultat, « on s'achemine de plus en plus vers un marché d'Etat administré, le discrédit des CDS souverains réduisant la liquidité », constate Jean-Marc Delfieux. La nouvelle réglementation interdisant l'achat de protections aux non-détenteurs de dette souveraine, à partir de novembre 2012, ne fait qu'accroître les craintes. L'objectif est de décourager la spéculation en empêchant un trop grand écartement des spreads. Or ces règles semblent difficiles à appliquer. « L'interdiction des ventes à nu de CDS va être difficile à mettre en œuvre, estime néanmoins Nicolas Forest, stratéliste taux chez Dexia AM. Toute mesure réglementaire doit être prise au niveau international pour qu'elle soit efficace » (lire aussi l'encadré).

L'outil indispensable des SVT

L'interdiction des ventes à nu de *credit default swaps* (CDS) souverains (c'est-à-dire sans détenir l'obligation sous-jacente) vient d'être adoptée par le Parlement européen. L'idée de départ était de faire barrage aux *hedge funds* accusés d'utiliser cet instrument pour spéculer contre les dettes des Etats et de mettre à mal leur souveraineté. A l'arrivée, ce principe est en grande partie remis en cause. Les spécialistes en valeurs du Trésor (*primary dealers*) ou SVT en sont exemptés ; l'intérêt bien compris des gouvernements étant de préserver cette catégorie d'acteurs financiers, gros consommateurs de CDS. Par définition, les teneurs de

marché sont chargés de faire circuler le papier des émetteurs que sont les Etats vers les clients que sont les investisseurs. Leur travail est d'animer et d'assurer la liquidité dudit marché en vendant et en achetant les titres, donc d'avoir des positions flexibles, c'est-à-dire par moments de prendre le risque de se retrouver *short*. Par temps calme, les SVT ont à se couvrir uniquement contre le risque de taux par des *swaps*. Mais depuis la crise des dettes souveraines en zone

euro, sont venus s'ajouter un risque de crédit et l'impérieuse nécessité pour les *primary dealers* de se couvrir par des CDS. Pas question de gêner dans leur travail ces pourvoyeurs de liquidité chargés d'huiler la mécanique des marchés de titres publics à un moment où elle a tendance à se gripper. Désormais, le mode d'organisation de nombreux SVT mêle *cash* et CDS, tant il est devenu indispensable de se protéger, explique un observateur.

GUY MARCHAL



Surtout, les acteurs redoutent une mise à mal du marché dans son ensemble. « La règle adoptée par l'Europe mi-novembre sur l'interdiction d'achat à nu des CDS souverains représente la préoccupation première des acteurs, car elle limite considérablement l'intérêt des CDS souverains », dit Etienne Gorgeon, directeur de la gestion taux et crédit chez Edmond de Rothschild Investment Managers.

Qui plus est, la nouvelle règle méconnaît la réalité du marché, car les évolutions de prix seraient surtout liées au faible nombre des acheteurs naturels de dette. Le marché des CDS souverains a encore récemment montré son utilité, selon ses défenseurs. Ainsi, en pratique, les conséquences du non-déclenchement de l'événement de crédit paraissent limitées : la perspective de défaut approchant, les primes de risques s'étaient de toute façon envolées, limitant les pertes des banques qui ont dû apporter leurs titres à l'échange. « Comme elles ont vendu de la protection, le résultat n'est pas très différent d'une situation où aurait été déclenché le paiement pour les vendeurs de CDS », constate Marc Salvat.

Un attrait persistant

« Pour la Grèce, les CDS ont bien fonctionné en termes de couverture, l'écartement des 'spreads' depuis le début de la crise grecque compensant en grande partie la perte subie par les investisseurs sur les obligations », renchérit Stanislas Grenet, gérant chez OFI AM. De fait, le marché reste dynamique et liquide (voir le graphique), et les CDS grecs traitent au prix du défaut, signe que les achats ne relèvent pas de la spéculation mais de la couverture du risque.

Les CDS restent particulièrement appréciés par les investisseurs pour leur liquidité, plus élevée que celle des obligations dans les périodes de stress de marché, où ils affichent de surcroît des fourchettes de prix offre/demande moins larges. « Le CDS est un outil financier intéressant qui améliore et optimise la gestion d'un portefeuille obligataire et permet de mieux défendre les intérêts des investisseurs », affirme Vincent Juvyns, stratège chez ING IM.

Preuve de l'attrait persistant pour ces instruments, le marché est déjà en quête de solutions pour pallier les incertitudes nées de la crise grecque. La documentation Isda pourrait évoluer par rapport à la notion de restructuration. « Il y a généralement une mise à jour de ce cadre tous les dix ans, sou-

ENTRETIEN AVEC...

Chantana Sam, stratège crédit chez Axa IM



« Les CDS sont capables d'envoyer des signaux avant-coureurs »

PROPOS RECUEILLIS PAR GUY MARCHAL

Les « credit default swaps » (CDS) souverains ont montré leur efficacité pour anticiper la déconfiture de la dette grecque. Avons-nous assisté à une prophétie autoréalisatrice de la part des investisseurs ou ce marché fournit-il de l'information avec une bonne capacité de prédiction ?

Dans le cas de la Grèce, on sait aujourd'hui que les fondamentaux du pays justifiaient le niveau des CDS et on peut ajouter que les agences de notation étaient en retard sur l'information véhiculée par les CDS. C'est toutefois un instrument à double tranchant. D'un côté, il est capable d'envoyer des signaux avant-coureurs, avant même que le stress se manifeste sur le marché du *cash*. De l'autre, son faible coût d'entrée en tant que produit dérivé le soumet à des pressions spéculatives. Oui, les CDS sur les souverains apportent de l'information. Oui, il faut prendre cette information avec prudence.

Ce marché est utile, mais il présente des failles...

Il faudrait en faire un marché plus régulé par le biais d'une standardisation des produits, de l'instauration d'appels de marge. Egalement par plus de transparence et un recours accru aux chambres de compensation. Dans le cas des CDS, ces dispositions seraient facile à

mettre en œuvre puisque les transactions sont enregistrées par l'organisme américain DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation, NDLR). Plus généralement, les investisseurs doivent avoir à l'esprit que les CDS forment un marché complexe avec des contrats qui ont une documentation importante et parfois surprenante. Sait-on par exemple qu'un changement de monnaie ne devrait pas déclencher un incident de crédit pour un pays noté « AAA » ou membre du G7 comme l'Italie ? Ou encore qu'il n'y a pas de contrainte de maturité pour les titres de dette à livrer ?

Les écarts de CDS et les « spreads » de taux d'intérêt évoluent-ils en parallèle ?

Il y a une bonne corrélation une fois que les problèmes sur la dette ont été identifiés comme dans le cas de la Grèce, du Portugal ou de l'Irlande. Plus récemment, *spreads* de taux et *spreads* de CDS se sont corrélés dans le cas de l'Italie ou de l'Espagne. En revanche, jusqu'à il y a peu encore, on ne détectait pas de lien pour les pays du cœur de la zone euro, la France, l'Autriche, les Pays-Bas ou même la Belgique. C'est moins vrai depuis que des tensions sont apparues sur ces pays. J'en conclus que tant qu'une obligation d'Etat tient un rôle de valeur refuge, il y a décorrélation. Une fois que ce statut est remis en cause, le CDS évolue comme le rendement.

ligne Robert Flanigan, avocat au cabinet Mayer Brown. Une révision de la documentation est actuellement en cours pour prendre en compte les événements du début de la crise. Et il y a fort à parier que celle-ci prendra en compte les événements sur la dette grecque. L'industrie doit être consultée pour savoir si le CDS doit couvrir ou non la restructuration volontaire dans le cas des dettes souveraines de la zone euro. » L'agence Fitch vient à son tour de lancer un appel à une clarification des règles sur les CDS souverains. Pour appuyer leur plaidoyer en faveur des instruments de couverture, les intervenants en relèvent l'enjeu principal : « L'effet pervers d'un important dérèglement du marché

des CDS ou de la tombée en désuétude de ces instruments serait pour les Etats de ne plus pouvoir se financer, lance Stanislas Grenet. Leurs principales pourvoyeuses de fonds, les banques, pourraient ne plus pouvoir le faire si elles ne disposent pas d'instruments pour protéger leurs portefeuilles. Ce d'autant que depuis fin 2009 et l'émergence du problème des finances publiques grecques, les dettes souveraines laissent apparaître un risque de crédit de plus en plus grand. » D'aucuns préconisent même l'intervention de la Banque centrale européenne ou du Fonds européen de stabilité financière via la vente de CDS pour rassurer les marchés sur les dettes publiques européennes... ■