

LE POINT DE VUE DE FRANÇOIS LE GRAND

Le vrai problème des CDS

Les CDS ont fait couler beaucoup d'encre. Ils ont été rendus responsables d'une partie des difficultés de la Grèce à se financer à bon marché auprès des marchés. Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne, a récemment appelé à « plus de transparence sur les marchés de CDS »... S'il est vrai que ce marché pourrait être mieux organisé, il ne faut pas non plus oublier qu'il s'agit d'instruments financiers utiles.

Pourquoi les CDS (« credit default swaps ») sont-ils utiles ? Pour simplifier, il s'agit d'un contrat d'assurance contre le défaut de paiement d'un actif financier. Le

risques qu'ils ne souhaitent pas supporter. Cela pourrait les inciter à ne plus acheter de dette s'ils ne peuvent plus se protéger contre son défaut. La demande pour cette dette diminuant, les pays concernés devraient payer un taux d'intérêt plus élevé et faire face à des difficultés de financement supplémentaires. Dans un document de travail récent avec Xavier Ragot, nous montrons que l'existence de titres dérivés permet aux acheteurs « naturels » d'un actif d'augmenter leur exposition. Alors que la plupart des pays de la zone euro font face à une explosion de leur dette et donc de leurs besoins de financement, les effets

Le marché des CDS pourrait être mieux organisé, mais il faut éviter des réglementations hâtives sur ces produits financiers utiles.

contrat est signé entre deux parties qui se mettent d'accord sur la prime à verser, la définition exacte de l'événement de défaut et la compensation à verser en cas de défaut. Par exemple, un assureur peut choisir d'acheter auprès d'une banque d'investissement un CDS qui le couvrirait en cas de défaut de paiement de la Grèce sur un titre de dette donné. Le premier point à noter est que le CDS implique deux parties, l'une souhaitant s'assurer et l'autre fournissant l'assurance. En accusant la « spéculation » sur le marché des CDS, leurs détracteurs oublient qu'il y a quelqu'un en face du spéculateur et que la spéculation n'est que la moitié du marché...

Le second point est que le « méchant » n'est pas forcément celui qu'on croit. L'acheteur de CDS souhaite en effet se couvrir contre un défaut, avant de spéculer sur quelque événement que ce soit. Un assureur dont une partie des actifs est investie dans la dette grecque peut vouloir se prémunir contre un défaut de celle-ci et donc contre la perte de ses investissements. Il n'est pas certain que les épargnants ayant fait confiance à cette compagnie pour gérer leur assurance-vie acceptent de perdre leurs économies pour ne pas alimenter la « spéculation » sur le marché des CDS. Cette assurance est fournie par des banques d'investissement et des « hedge funds » (« usual suspects » de la finance), qui « spéculent » sur le sauvetage de la Grèce et le maintien de celle-ci dans la zone euro. Une réglementation mal taillée pour le marché des CDS pourrait exposer les investisseurs dits institutionnels à des

pervers d'une régulation mal pensée pourraient avoir des conséquences bien pires que le problème initial.

Une critique également souvent entendue concerne la taille du marché, qui serait telle que les CDS (instruments dérivés) influenceraient le marché de la dette (titres sous-jacents). Il faut relativiser cette information. Au niveau agrégé, selon la Banque des règlements internationaux, l'ensemble du marché des CDS pèserait 24.000 milliards de dollars, pour un montant total de titres de dette s'élevant à 27.000 milliards. Si l'on se limite à la dette souveraine grecque, le marché des CDS atteindrait 9 milliards d'euros selon l'Isda, l'Association internationale des swaps et dérivés, pour un montant total de 400 milliards de dette. Les ordres de grandeur sont comparables pour les autres marchés de dettes souveraines. Le déséquilibre au niveau agrégé n'est donc pas flagrant, même s'il n'est pas exclu qu'il existe sur certains titres.

En revanche, ce n'est pas pour autant que le marché des CDS est parfait et qu'il ne faut pas le réguler. La spéculation (qu'il faudrait définir précisément) est peut-être un problème, mais encore une fois il ne faut pas oublier que le CDS est un contrat bilatéral. Un problème plus important est que le CDS est une assurance contre un risque de défaut, achetée à un tiers qui peut lui aussi faire défaut et dont il est difficile de mesurer la capacité à tenir ses promesses. Ces deux aspects sont liés au caractère trop décentralisé du marché, dont le fonctionnement pourrait être amélioré par des chambres de compensation enregistrant et vérifiant les transactions.

Pour mieux comprendre, considérons l'analogie suivante. Imaginez que vous êtes un supporter de l'équipe de France qui se rend en Afrique du Sud pour la Coupe du monde. Vous avez consacré un budget important à l'événement. Arrivé à l'aéroport, un doute vous assaille : est-il possible que votre équipe soit éliminée en poule et que vous soyez de retour dans à peine une semaine ? Vous décidez donc de vous assurer contre cette mauvaise surprise. Par chance, vous trouvez à l'aéroport plusieurs bureaux qui proposent un lingot d'or en cas d'élimination en poule. Vous choisissez l'un des vendeurs, qui vous montre le lingot et son certificat d'authenticité. Rassuré, vous souscrivez l'assurance et prenez l'avion. Malheureusement, la France perd trois fois et vous rentrez quelques jours plus tard. En arrivant dans la zone des assureurs, vous constatez avec stupeur que c'est la panique générale ! D'autres supporters cherchent avec force cris et protestations à récupérer les lingots des assureurs qui n'ont pas pris la fuite. Malgré une lutte acharnée vous ne parvenez pas à récupérer de lingot, il ne reste plus rien. Que s'est-il passé ? De nombreux supporters vous ont imité et ont choisi de s'assurer contre un retour prématuré. Les assureurs, appâtés par un gain substantiel et laissés sans surveillance, ont montré à tous le même lingot et chacun d'eux a assuré plusieurs supporters. Comme tous les supporters ont perdu en même temps, il s'est ensuivi cacophonie et panique au moment du paiement, aggravées par la fuite des assureurs les moins scrupuleux. Une ou plusieurs caisses centralisant les demandes et les offres d'assurance, et surtout prenant garde que chaque lingot n'assure pas trop de clients et ne disparaisse pas au moment de la défaite, cela aurait permis une bien meilleure compensation.

En faisant l'analogie avec les CDS, substituer un marché organisé aux transactions de gré à gré permettrait, comme cela existe déjà pour d'autres transactions, de rendre les contrats d'assurance plus sûrs. Le marché serait aussi plus résistant à un événement de crédit majeur et pourrait jouer son rôle d'amortisseur de chocs, au lieu de les amplifier. Le marché des CDS est donc loin d'être parfait et il est très important d'en modifier certaines règles. Mais les déclarations à l'emporte-pièce et les réglementations hâtives, comme celle d'interdire les CDS souverains, ne sont sans doute pas la meilleure voie.

François Le Grand est professeur à l'EM Lyon.