

2004-07-20

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

---

### Déterminants de la structure par terme des écarts de crédit en Euro

Working Paper BNB n° 57 - Research Series <http://www.bnb.be>

Le *working paper* étudie les déterminants des variations des spreads de crédit pour les obligations de sociétés en Euro entre 1997 et 2002. L'étude examine si la sensibilité des spreads de crédit aux informations financières et macroéconomiques dépend de caractéristiques des titres comme leur notation et leur échéance.

Les raisons ne manquent pas d'étudier la dynamique des spreads de crédit sur les Euro obligations de sociétés. Tout d'abord, le marché des Euro obligations de sociétés, en retard sur le marché des obligations de sociétés américaines, s'est élargi et est devenu plus liquide. Le nombre et la valeur de marché des Euro obligations de sociétés ont plus que doublé durant les dix dernières années. Ensuite, le marché des dérivés de crédit et le marché financier structuré, lequel comprend les titres adossés à des créances (CDO - *Collateralized debt obligations*), ont enregistré au cours des vingt dernières années une croissance considérable qui devrait demeurer vigoureuse dans les prochaines années. Certains produits structurés, comme les titres garantis par des obligations (CBO - *Collateralized bond obligations*), s'appuient sur un large portefeuille de titres. De ce fait, ce sont les *cash-flows* et le risque des titres sous-jacents qui déterminent la rentabilité de ces produits structurés. En troisième lieu, selon l'Accord de Bâle II, on peut se fonder sur des modèles de risque de crédit pour calculer les fonds propres réglementaires d'une banque. Le développement de ces modèles de même que leur utilisation requièrent des hypothèses quant aux variables à inclure et à la relation entre ses variables et risque de crédit. Enfin, les banques centrales utilisent les spreads de crédit pour évaluer (extraire) les probabilités de défaillance des sociétés ainsi que le fonctionnement général des marchés financiers. En outre, les spreads de crédit servent souvent d'indicateur conjoncturel. Une meilleure compréhension des spreads de crédit aidera les banques centrales à extraire des informations plus précises du ratio prix/spreads des obligations.

On commence par estimer la structure par terme des spreads de crédit pour différents ratings en appliquant une extension de la méthode Nelson-Siegel. Les données se composent d'observations hebdomadaires des prix et des rendements de 1 577 Euro obligations de sociétés et de 260 titres publics notés AAA de janvier 1998 à décembre 2002.

Ensuite, les déterminants des modifications des spreads de crédit pour différentes notations et un large éventail d'échéances sont analysés. Les conclusions basées sur les résultats empiriques sont les suivantes: d'après les modèles structurels de risque de crédit, des modifications dans le niveau et la pente de la structure par terme sans risque de crédit (spread d'échéance), le rendement et la volatilité implicite des cours des actions exercent une influence significative sur les modifications des spreads de crédit. Une élévation du niveau et de la pente de la structure par terme sans risque de crédit réduisent les spreads de crédit. Des rendements élevés et une faible volatilité (implicite) réduisent notablement les spreads de crédit. En outre, il apparaît que le risque de liquidité provoque un élargissement des spreads de crédit.

Une conclusion importante ressort de l'analyse empirique: l'influence des informations financières et macroéconomiques sur les spread de crédit dépend en grande partie des caractéristiques des obligations, en particulier leur rating et, dans une moindre mesure, leur échéance. Les A-rated and BBB-rated obligations sont souvent plus affectées par les informations financières et macroéconomiques comparé aux AAA-rated et AA-rated obligations. L'échéance d'une obligation influence surtout la relation entre les informations financières et macroéconomiques et les modifications des spreads de crédit pour les obligations mieux notées (AAA et AA).

Le modèle explique en moyenne 22 % de la variation des spreads de crédit, ce qui est comparable aux résultats obtenus par Collin-Dufresne et al. (2001) pour les obligations de sociétés américaines. Même si les marchés obligataires de sociétés américaines et européennes diffèrent significativement en termes de valeur de marché et de nombre d'obligations, les résultats empiriques relatifs aux marchés obligataires des deux zones présentent une grande similarité. En d'autres termes, l'effet des informations financières et macroéconomiques sur les modifications des spreads de crédit est comparable.