2006-11-16

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Analyse du différentiel entre primes sur "credit default swaps" et écarts de rendement sur obligations sous-jacentes

NBB Working paper n°104 - Research Series

L'hypothèse d'une absence de possibilité d'arbitrage entre marchés est un élément clé de la théorie financière et en particulier de la fixation du prix des instruments financiers. Compte tenu de la forte expansion des produits dérivés sur transfert de risque de crédit ces dix dernières années, il est intéressant d'examiner dans quelle mesure cette hypothèse d'absence d'arbitrage est vérifiée dans ce segment récent de la finance internationale.

Il peut être démontré que, sous certaines hypothèses, l'achat d'une obligation comportant un risque de crédit et d'un swap de taux d'intérêt flottant contre fixe (combinaison connue sous le vocable "asset swap") possède le même profil de risque que la vente de protection dans un credit default swap (CDS). En conséquence, l'hypothèse d'une absence de possibilité d'arbitrage implique que la prime d'un CDS devrait refléter l'écart par rapport au taux Libor d'un asset swap équivalent.

La base est définie comme la différence entre la prime d'un CDS et le niveau d'un asset swap de même entité de référence et de maturité identique. Si cette différence est supérieure à zéro, la base est positive et vice-versa. Vu l'hypothèse d'une absence d'arbitrage possible entre les primes des CDS et les spreads des asset swaps, la base devrait toujours être nulle. Un tel résultat n'est pourtant pas toujours vérifié dans la pratique. Une base différente de zéro peut présenter une opportunité d'arbitrage.

Dans le papier quatorze facteurs différents ont été identifié, qui déterminent à la fois la direction et l'amplitude de la base, celle-ci demeurant variable dans le temps et selon l'entreprise visée. Ces différents facteurs peuvent être triés de deux manières différentes. La première se base sur l'effet attendu: certains facteurs ont pour effet de rendre la base positive, d'autres de la rendre négative et les derniers ont un effet mitigé. La deuxième façon consiste à trier ces facteurs suivant leur nature, celle-ci étant soit plutôt fondamentale, soit plutôt technique.

Il a été montré que le marché des CDS et le marché des obligations sont étroitement liés vu que les primes des CDS et les spreads des asset swaps sont dans la plupart des cas coïntégrés. Cependant, il a été trouvé que la médiane de la base pour la période 2004-2005 est positive (+7,5 points de base). On a également remarqué que la base tend à être corrélée positivement avec le niveau des spreads. En outre, il a été relevé des indications que la courbe représentant la base en fonction du rating de l'émetteur adopte une forme concave (courbe "smile" dans la terminologie financière). On montre également que la base pour les émetteurs souverains des marchés émergents est significativement plus élevée que la base pour les émetteurs d'obligations d'entreprise et que la base voit sa valeur la plus faible dans le secteur à cinq ans de la courbe des CDS. Enfin, il est constaté que la base est plus faible pour les émissions en euro que pour les émissions en dollar américain.

L'intérêt de cet article est triple. Il permet tout d'abord d'acquérir une compréhension approfondie des différences entre ces deux importants segments des marchés financiers actuels (les émissions d'obligations comportant un risque de crédit et les credit default swaps). Ensuite, il tente de fournir au lecteur ou à l'investisseur les moyens de juger des opportunités d'arbitrage qui peuvent apparaître entre ces deux marchés. Enfin, il essaie de faire le lien entre la rigueur de la littérature académique et l'expérience pratique des participants aux marchés financiers.

Communication
Banque nationale de Belgique s.a.
boulevard de Berlaimont 14
BE-1000 BRUXELLES
tél. + 32 2 221 46 28
www.nbb.be
TVA BE 0203.201.340
RPM Bruxelles