

2010-05-07

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Quels sont les déterminants des primes sur les CDS des banques de la zone euro?

par Jan Annaert, Marc De Ceuster, Patrick Van Roy et Cristina Vespro

NBB Working Paper No 190 - Research Series

Au cours des dernières années, tant les opérateurs de marché que les autorités de surveillance ont commencé à surveiller les *spreads* (primes) sur les *credit default swaps* (CDS) des banques comme indicateurs du risque de crédit de celles-ci. Les primes sur les CDS des banques sont régulièrement commentées dans les publications des banques centrales et des organisations internationales, elles ont été intégrées dans des initiatives réglementaires visant à traiter le problème des actifs dits « toxiques » inscrits aux bilans des banques et, plus récemment, on a proposé de les utiliser comme référence dans le cadre d'une série d'initiatives réglementaires visant à limiter la procyclicité du système financier. Néanmoins, on ne connaît pas grand-chose des déterminants de ces primes. En outre, l'élargissement considérable des primes sur les CDS des banques observé au plus fort de la crise financière (une hausse de plusieurs centaines de points de base dans le cas de certaines banques) soulève la question de savoir dans quelle mesure ces variations de primes sont le reflet de changements dans le risque de crédit.

Le présent Working Paper propose une analyse empirique des déterminants des évolutions des primes sur les CDS des banques de la zone euro avant et après le déclenchement de la crise. Des variables reflétant le risque de crédit individuel des banques, la liquidité du marché des CDS ainsi que la conjoncture économique générale sont utilisées pour expliquer les variations de primes sur les CDS. Les variables liées à la situation économique générale peuvent également potentiellement refléter le risque de crédit systématique ou l'aversion pour le risque des investisseurs.

L'étude débouche sur quatre résultats majeurs. Premièrement, les déterminants des évolutions des primes sur les CDS des banques varient de façon importante dans le temps. Ce résultat, qui fait écho à des résultats similaires obtenus dans des études consacrées aux *spreads* sur les obligations, implique que les modèles qui tentent d'expliquer les variations des primes sur les CDS des banques doivent être fréquemment ré-estimés, de manière à envoyer les bons « signaux ». Ce constat est important, car les autorités de surveillance et les responsables de la politique monétaire sont susceptibles d'entreprendre des actions différentes selon que les variations de primes sur les CDS sont imputables au risque de crédit, à la liquidité ou à des facteurs liés au cycle conjoncturel. Deuxièmement, les variables reflétant le risque de crédit des banques ne jouent pas un rôle essentiel dans l'explication des variations des primes sur les CDS, ni avant ni pendant la crise. Certaines des variables rendant compte de la situation économique générale sont cependant pertinentes, mais la valeur des coefficients associés à ces variables ainsi que leur signe ont changé au fil du temps. Ces résultats impliquent que les autorités ne devraient pas utiliser les primes sur les CDS des institutions financières comme seul indicateur de marché du risque de crédit de celles-ci. Idéalement, l'évolution des primes sur les CDS devrait être examinée parallèlement à celle d'autres indicateurs de marché (p. ex. les fréquences de défaut attendues, les cours boursiers, etc.) en vue d'obtenir une estimation précise du risque de crédit. Troisièmement, la liquidité du marché des CDS est devenue un facteur majeur pour expliquer les variations de primes sur les CDS des banques depuis le déclenchement de la crise à l'été 2007. Par conséquent, le rôle de la liquidité du marché des CDS devrait être explicitement pris en compte dans l'analyse des *spreads* sur les CDS. Ce résultat mérite d'être souligné car la plupart des études ne considèrent toujours pas la liquidité comme un déterminant important des primes sur les CDS. Quatrièmement, nous faisons le constat que la puissance explicative de notre modèle diminue fortement au cours des mois précédant le début de la crise. Ce résultat est consistant avec les études de plusieurs organisations internationales (p. ex. le FMI), qui ont relevé, au printemps 2006, des manifestations de grande appétence pour le risque ayant pu donner lieu à une grave sous-estimation des risques économiques ou à une surestimation de la liquidité des instruments à effet de levier. En d'autres termes, le système péchait par une absence de valorisation du risque de crédit.