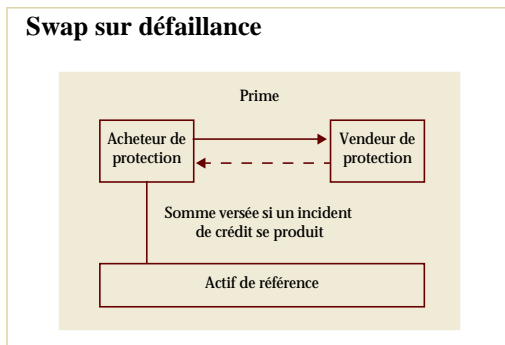


Les swaps sur défaillance et le contexte canadien

Christopher Reid



La mise au point de produits dérivés permettant de transférer le risque de crédit a marqué une étape importante dans l'évolution des marchés du crédit¹. L'un des dérivés de crédit qui connaît l'expansion la plus rapide à l'échelle mondiale est le swap sur défaillance. Le présent article décrit les principes de base de cet instrument, examine les répercussions de son utilisation sur l'efficacité des marchés et traite de l'incidence de la croissance du marché des swaps sur défaillance sur la stabilité financière. L'état actuel et les perspectives d'avenir du marché canadien des swaps sur défaillance sont ensuite analysés.

Principes de base du swap sur défaillance

Le swap sur défaillance s'apparente à une police d'assurance qui protège l'acheteur contre le non-remboursement d'un prêt ou d'une obligation (l'« actif de référence ») en lui garantissant le paiement d'une compensation si un incident de crédit prédéterminé se produit². En contrepartie de la protection offerte, le vendeur reçoit une prime périodique jusqu'au moment où survient l'incident de crédit ou jusqu'à l'expiration du swap (voir le diagramme). En théorie, la prime rattachée à un swap sur défaillance constitue une mesure pure du risque de crédit sous-jacent qui peut être soit achetée, soit vendue. Cette prime devrait donc être étroitement liée à un écart de rendement obligataire ou

1. Un produit dérivé, dans son sens le plus large, est un instrument financier dont le rendement est déterminé par un autre instrument financier. Un dérivé de crédit est un contrat précis qui a pour objet de transférer le risque de crédit entre les parties sans cession de l'actif sous-jacent (à moins que ne survienne un « incident de crédit »).
2. Les incidents de crédit englobent le défaut de paiement, la faillite, la répudiation de la dette ou l'imposition d'un moratoire sur son remboursement, le remboursement par anticipation et la restructuration. Les incidents de crédit définis dans un contrat de swap varient selon la région et la cote de crédit attribuée à l'actif de référence.

à l'excédent de rendement par rapport à un taux sans risque³.

Le swap sur défaillance permet à l'investisseur qui détient un montant préexistant d'obligations négociables de sociétés de modifier son exposition au risque de crédit sans toucher au portefeuille sous-jacent. Toutefois, comme il est expliqué ci-après, une position préalable n'est pas nécessaire, et un swap sur défaillance peut servir à créer une exposition synthétique au risque de crédit.

Comme on le verra plus loin, il peut être plus économique de recourir à un swap sur défaillance qu'au marché secondaire pour modifier l'exposition au risque de crédit. Aussi cet instrument tient-il une place de plus en plus importante dans la panoplie des gestionnaires de portefeuilles.

Répercussions de l'utilisation des swaps sur défaillance sur l'efficacité du marché

En théorie, la présence d'un marché dynamique de dérivés de crédit devrait renforcer la liquidité globale du marché du crédit : les dérivés sont en effet liés au titre sous-jacent grâce à des arbitrages, les deux produits devenant du même coup des substituts (encore qu'imparfaits). Une hausse de la liquidité devrait entraîner des gains d'efficacité, notamment une baisse des coûts de transaction et une efficacité accrue du processus de détermination des prix. En réalité, les gains d'efficacité attribuables à l'emploi de swaps sur défaillance ont sans doute été modestes jusqu'à maintenant sur le marché canadien.

Il importe de souligner que le swap sur défaillance n'est pas simplement un produit d'assurance qui donne lieu à un paiement en cas d'incident de crédit. Le swap sur défaillance révèle également le prix que le marché assigne à la probabilité que survienne cet incident (ainsi que le taux de recouvrement qui y est associé); de ce point de vue, il représente un actif dynamique et négociable. Plus précisément, si les investisseurs s'attendent à ce que le risque de crédit relatif à l'actif sous-jacent augmente et à ce que, par conséquent, la valeur de la protection contre la défaillance grimpe, ils seront disposés à acheter un swap sur défaillance même s'ils ne possèdent pas l'actif en question. Acheter un swap sur défaillance sans posséder l'actif de référence correspondant équivaut non seulement à prêter au taux sans risque, mais aussi à

vendre à découvert une obligation de la même entité de référence sans avoir à emprunter le titre sur le marché des pensions⁴. La vente à découvert d'obligations de sociétés peut être difficile, car le marché de ces titres est peu actif et relativement étroit par rapport à celui des obligations d'État ou des obligations d'autres émetteurs publics. Le marché des swaps sur défaillance offre donc une solution de rechange intéressante à l'investisseur qui souhaite réaliser une plus-value sur la vente à découvert d'une obligation de société. Ce type de swap permet aux participants de se porter acheteur ou vendeur selon leur évaluation de la valeur fondamentale d'une obligation de société. Résultat, les prix affichés sur le marché des obligations de sociétés contiendront davantage d'information, d'où un accroissement de l'efficacité de ce marché.

La création des swaps sur défaillance visait à combler deux lacunes du marché des dérivés de crédit : l'absence de standardisation et le manque de transparence des cours. Selon Kiff et Morrow (2000), comme le risque de crédit est lui-même complexe et peu standardisé, il est naturel que les dérivés de crédit constituent un produit moins homogène que, par exemple, les dérivés de taux d'intérêt. Ce manque de standardisation a freiné la croissance du marché. À cause de lui, on pouvait penser que le recours aux dérivés de crédit ne pourrait s'accompagner des mêmes gains d'efficacité que les autres produits dérivés. Les swaps sur défaillance ont été conçus dans le but précis d'imposer une standardisation et d'éliminer cet obstacle au développement du marché. C'est pourquoi ils constituent aujourd'hui le dérivé de crédit le plus populaire. En 2003, le montant notionnel brut des swaps sur défaillance a atteint 1,9 billion de dollars au niveau mondial (Fitch Ratings, 2004a), et ce produit sert désormais de référence pour la détermination du prix des instruments de crédit⁵. En outre, les swaps font maintenant partie intégrante d'une nouvelle génération de produits, comme les titres garantis par des créances (TGC) synthétiques, les TGC à

3. Cette relation ne tient pas compte des différences dans le risque d'illiquidité.

4. En pratique, cette relation d'arbitrage ne se vérifie pas de façon stricte en raison des différences de liquidité entre les diverses composantes. La différence dans le degré de liquidité est appelée « base »; elle est habituellement modeste.

5. Alors que l'on s'attendrait à ce qu'on utilise les écarts de rendement sur obligations de sociétés pour établir le prix des swaps sur défaillance, l'information circule de plus en plus en sens inverse. En d'autres termes, les écarts de prix des swaps sur défaillance servent aujourd'hui, davantage en Europe et de plus en plus aux États-Unis, à fixer des niveaux indicatifs de prix pour la mise en marché des nouvelles émissions.

Encadré 1**Un nouveau produit : les indices de swaps sur défaillance**

Avec l'arrivée des indices de swaps sur défaillance, les investisseurs peuvent maintenant acheter et vendre un panier de contrats de swap sur défaillance, ce qui facilite, par là-même, la prise d'une position sur des marchés ou segments de marché précis.

La possession d'un panier de swaps sur défaillance s'apparente à celle d'un portefeuille de swaps portant chacun sur un emprunteur déterminé. Le prix de l'indice est une moyenne non pondérée des écarts relatifs aux swaps sur défaillance d'un panier prédéterminé, habituellement composé de 100 à 125 entités de référence. Les indices sont d'abord groupés géographiquement : Amérique du Nord, Europe, Japon et marchés émergents. Ils sont ensuite ventilés selon la qualité du crédit de l'actif de référence (par exemple, Amérique du Nord, rendement élevé). À la différence des indices boursiers, qui n'expirent jamais, les indices de swaps sur défaillance ont une composition et une date d'échéance fixes, et un nouvel indice est lancé deux fois l'an.

Il existait au départ deux grands indices de swaps sur défaillance, l'indice iBoxx et l'indice Dow Jones TRAC-X, disponibles en version européenne, américaine et asiatique. La présence de deux plateformes concurrentes faisait obstacle à la liquidité et était considérée comme un frein à la croissance du marché des indices de swaps sur défaillance. En avril 2004 était annoncée la fusion des produits indiciaires européens et asiatiques d'iBoxx et de TRAC-X. Les indices issus de la fusion sont maintenant connus sous le nom d'indice Dow Jones iTraxx. Les indices nord-américains ont été réunis plus tard sous l'appellation Dow Jones CDX.

Les indices iTraxx et CDX sont tous deux soutenus par l'ensemble des courtiers, qui y voient un moyen pour les investisseurs de diversifier leur exposition au risque de crédit. Cet appui marqué des courtiers a favorisé une liquidité à laquelle on attribue principalement le succès du produit. D'après une étude réalisée par la BRI, la liquidité des indices de swaps sur défaillance reste forte même lorsque celle des swaps se rapportant à un seul emprunteur diminue. La profondeur du marché et la rapidité des transactions expliqueraient en grande partie la popularité du produit. Toutefois, le montant notionnel actuel des opérations sur les indices nord-américains demeure relativement modeste en regard de celui des dérivés de taux d'intérêt, mieux établis.

Pour l'heure, il n'existe aucun indice du genre au Canada, et seulement huit entités de référence canadiennes sont incluses dans les indices nord-américains. Le nombre de swaps sur défaillance liquides portant sur des entités canadiennes est trop restreint pour qu'il soit possible de créer un indice diversifié.

tranche unique⁶ et les indices de swaps sur défaillance (Encadré 1).

Bien que les swaps sur défaillance se négocient de gré à gré, un certain nombre de courtiers fournissent des cotations, ce qui aide à l'établissement des prix. La transparence des cours pose moins problème dans le cas de ces instruments que dans celui d'autres formes de transfert du risque de crédit. Ainsi, il est difficile de déterminer avec exactitude les prix des TGC et des titres adossés à des actifs sur le marché secondaire, car ces produits s'adressent plutôt aux investisseurs à long terme.

L'amélioration continue de la liquidité et le perfectionnement des produits devraient se traduire par d'autres gains d'efficacité. La liquidité des swaps sur défaillance se rapportant à un seul actif de référence s'est sensiblement accrue à l'échelle mondiale au cours des deux dernières années⁷. Il reste néanmoins plusieurs défis à relever. La liquidité des swaps sur défaillance relatifs aux emprunteurs en difficulté⁸ s'est révélée problématique jusqu'à maintenant, ayant affiché une tendance à s'étioler même chez les émetteurs de premier ordre (Fitch Ratings, 2004b). L'on peut en déduire que le marché n'est pas encore arrivé à maturité et se caractérise toujours par des déséquilibres structurels entre la demande et l'offre.

Bien qu'il s'élargisse, l'éventail des swaps sur défaillance qui se rapportent à un emprunteur déterminé reste limité. Le marché mondial de ces swaps demeure dominé par les émetteurs de titres de bonne qualité, malgré la croissance observée dans d'autres segments. De plus, les contrats de swap sur défaillance présentent généralement des échéances normalisées, ce qui contribue à la liquidité du produit, mais donne habituellement lieu à une asymétrie des durations entre produit dérivé et actif sous-jacent. Le marché offre un maximum de liquidité à l'horizon de cinq ans, bien que certains efforts aient été déployés pour prolonger jusqu'à dix ans la gamme des échéances.

Incidence sur la stabilité financière

L'incidence des dérivés de crédit sur le système financier ne fait pas l'unanimité. Bien que ces produits contribuent manifestement à la stabilité du

6. Pour en savoir plus sur les TGC synthétiques et les TGC à tranche unique, voir Armstrong et Kiff (2005), à la page 55 du présent numéro de la *Revue*.
7. Un swap sur défaillance peut également porter sur un panier de titres sous-jacents.
8. À savoir les emprunteurs dont la situation de crédit se détériore.

système financier à certains égards, ils présentent un risque potentiel à d'autres.

Les gains d'efficacité associés aux swaps sur défaillance devraient déboucher sur une tarification plus précise du risque de crédit et, partant, sur une meilleure gestion des risques par les institutions financières. Il se peut même que l'existence de ce nouvel instrument incite davantage de prêteurs à assumer un risque de crédit, ce qui réduirait la probabilité d'étranglements du crédit. Plus concrètement, les swaps sur défaillance offrent les avantages suivants du point de vue de la stabilité : ils procurent des possibilités accrues de couverture et de diversification et permettent de transférer le risque à ceux qui se montrent les plus disposés à l'assumer.

Grâce aux swaps sur défaillance, les gestionnaires d'actifs financiers sont mieux à même de se couvrir et de modifier leur exposition au risque de crédit. Il peut être onéreux et difficile d'acheter et de vendre en temps voulu des obligations de sociétés sur le marché secondaire pour modifier son exposition. L'emploi de swaps sur défaillance peut réduire la volatilité d'un portefeuille en facilitant la couverture du risque de crédit. Au Canada, cependant, les seuls contrats de swap vraiment liquides se rapportent à des emprunteurs dont les obligations sont déjà liquides et activement négociées. C'est pourquoi le recours aux swaps sur défaillance contribue probablement de façon encore assez modeste à la stabilité du système financier national. Si, néanmoins, le marché canadien continue de progresser, la facilité grandissante avec laquelle le risque de crédit pourra être couvert favorisera la stabilité du système financier du pays.

Par ailleurs, l'utilisation des swaps sur défaillance peut avoir pour effet d'améliorer la gestion du risque de crédit en permettant une plus grande diversification et en facilitant la prise en charge de ce risque. Cela est particulièrement vrai des banques, dont l'exposition serait autrement liée à leurs portefeuilles de prêts et dont la diversification des actifs pourrait par conséquent ne pas être optimale. Au Canada, les dérivés de crédit ont aussi servi à diversifier les portefeuilles à l'échelle internationale sans qu'il y ait infraction à la règle relative au contenu étranger des régimes de retraite. Cette diversification accrue a concouru à la stabilité en réduisant le risque spécifique des portefeuilles des investisseurs. Toutefois, la suppression de cette règle, proposée dans le budget fédéral de 2005, entraînerait une diminution de la demande de swaps sur défaillance à des fins de diversification internationale.

Pour finir, les swaps sur défaillance facilitent le transfert du risque de crédit. Ce risque se trouve ainsi réparti parmi un nombre plus grand d'investisseurs ou transféré à ceux qui sont les plus prêts à l'assumer. Au lendemain de l'effondrement, en 2002, de plusieurs sociétés très en vue (dont Enron et Worldcom), Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale américaine, a fait valoir que les dérivés de crédit avaient aidé à disséminer les pertes entre des intervenants plus nombreux, ce qui a atténué les tensions exercées sur le système financier (Greenspan, 2002).

Malgré leurs avantages, les swaps sur défaillance présentent également des risques potentiels pour la stabilité du système financier. Les dérivés de crédit sont, de par leur conception, des instruments à fort effet de levier, qui peuvent donner lieu à une concentration du risque. De plus, l'imminence et l'importance du risque couru sont difficiles à quantifier en raison du manque de transparence. Les acteurs du marché ont conscience de ces lacunes et travaillent activement à réduire ces risques.

La faculté de créer un effet de levier signifie qu'il est possible de prendre une position sans investir d'importantes sommes pour acquérir l'actif financier sous-jacent. Elle suppose en contrepartie la capacité d'assumer aisément un risque élevé, qui peut se traduire par une perte considérable. Dans le passé, l'emploi d'instruments à fort effet de levier, en particulier les nouveaux produits encore mal connus des investisseurs, a engendré un stress prononcé au sein du système financier⁹.

L'établissement de positions reposant sur un effet de levier grâce aux dérivés de crédit peut induire une plus grande dispersion du risque, mais il peut aussi se solder par une concentration accrue de ce dernier. Le recours aux swaps sur défaillance augmente bel et bien l'encours des positions de crédit existantes, longues et courtes. Puisque ces hausses sont directement proportionnelles les unes aux autres (c'est-à-dire que les positions courtes sont égales aux positions longues), le montant net du risque de crédit dans le système financier demeure inchangé. Cependant, l'accroissement global des positions de crédit dans le système pourrait entraîner une concentration plus forte du risque sur un petit nombre d'opérateurs et ainsi exacerber les conséquences d'un incident de crédit sur le système financier.

Les acteurs du marché se sont efforcés de réduire ce risque en améliorant les mécanismes de garantie

9. Le rôle joué par les dérivés de taux d'intérêt dans la faillite du comté d'Orange, en Californie, est un exemple.

Tableau 1

Encours notionnel des swaps sur défaillance conclus par les trois banques canadiennes participantes (à la fin de l'exercice 2004)

En millions de dollars É.-U.

Contrepartie	Swaps achetés	Swaps vendus
Établissements déclarants	20 465	26 511
Autres établissements financiers	41 290	59 626
Banques et maisons de courtage	40 529	48 200
Sociétés d'assurance et caisses de retraite	329	89
Fonds de couverture	0	0
Autres	432	537
Établissements non financiers	3 631	10 010
Total	65 386	81 402

et de compensation. Au terme d'une évaluation des marchés mondiaux des dérivés de crédit qu'elle a menée récemment, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a conclu que rien n'indiquait que le transfert du risque de crédit avait entraîné une augmentation de la concentration du risque (BRI, 2004). La BRI a toutefois fait remarquer que l'information recueillie ne permettait pas de jauger l'incidence du transfert du risque de crédit sur la stabilité du système financier.

Par ailleurs, la BRI a souligné que les bilans et les états financiers ne brossent pas un tableau suffisamment clair des activités d'une société au chapitre du transfert du risque de crédit, et qu'il n'est pas possible en conséquence de suivre la redistribution du risque ou d'en mesurer avec précision la concentration. Ce manque de transparence est particulièrement marqué dans le cas des risques assumés par les opérateurs des marchés non réglementés, tels que les fonds de couverture, qui accentuent leur présence sur le marché des dérivés de crédit. L'absence de transparence peut limiter la capacité du marché de discipliner les sociétés cotées en bourse qui utilisent l'effet de levier de manière inappropriée.

Le marché canadien des swaps sur défaillance

Il demeure difficile de quantifier la croissance du volume d'activité sur le marché des swaps sur défaillance au Canada, étant donné qu'il s'agit de contrats bilatéraux privés et que la communication de données à ce sujet est facultative. Seules trois des cinq plus grandes banques canadiennes ont déjà fait état de l'encours notionnel de leurs contrats de swap, et cela uniquement à la date de clôture de l'exercice en décembre 2004 (Tableau 1). En raison de l'insuffisance des données, le présent article s'appuie en outre sur des entrevues informelles avec des opérateurs du marché et sur les renseignements fournis par les agences de notation. L'information recueillie révèle que la participation canadienne au marché des swaps sur défaillance est présentement limitée.

Les swaps sur défaillance conclus à l'égard d'entités canadiennes se négocient en dollars É.-U. et de gré à gré (et non sur une bourse). L'état actuel du marché au Canada reflète les opérations effectuées par les institutions financières sur ces produits, ainsi que l'importance des contrats portant sur des entités canadiennes.

L'encours des dérivés de crédit détenus par les banques et les maisons de courtage nord-américaines s'est élevé au total à 2,7 billions de

dollars É.-U. en 2003, dont un peu plus d'un billion de dollars revêtaient la forme de swaps sur défaillance (Fitch Ratings, 2004a). Bien que ces données ne soient pas ventilées par pays, les entretiens que nous avons eus avec les courtiers en valeurs canadiens permettent de croire que les positions des institutions canadiennes ne représentent probablement qu'un faible pourcentage de ces totaux. De fait, l'encours des swaps concernant un emprunteur déterminé (positions longues et courtes) ne dépasse pas les 150 milliards de dollars É.-U. dans le cas des trois banques canadiennes ayant fourni des chiffres à ce sujet.

Malgré ce niveau d'activité modeste par rapport aux institutions financières des États-Unis, les principales banques canadiennes prennent une part de plus en plus active à toutes les facettes du marché de transfert du risque de crédit. Ainsi, elles ont récemment intégré les swaps sur défaillance à leurs instruments de gestion du risque de crédit lié aux portefeuilles de prêts. Ce produit est également en voie de devenir une source de revenus d'intermédiation, les courtiers canadiens ayant intensifié leur participation à la négociation des swaps sur défaillance.

Les sociétés non financières constituent l'une des plus importantes contreparties avec les banques déclarantes. Elles ont surtout recours aux swaps sur défaillance pour couvrir leurs besoins de financement futurs. Si les conditions auxquelles une entreprise peut obtenir du crédit se détériorent et que le financement devient, par conséquent, plus onéreux pour elle, ce coût peut être compensé grâce à la protection que procure un swap sur défaillance préexistant.

Certaines des grandes caisses de retraite canadiennes sont également entrées sur le marché des swaps sur défaillance afin de pouvoir tirer parti d'une exposition synthétique à des actifs. Diverses observations donnent à penser que, pour diversifier davantage leurs portefeuilles, ces caisses de retraite ont été très actives sur le marché plus profond et plus liquide des dérivés de crédit portant sur les sociétés étrangères. Il est donc possible que les estimations de leur activité, qui sont fondées sur leurs positions très modestes auprès des banques déclarantes, soient en deçà de la réalité.

Fait intéressant, les sociétés d'assurance canadiennes participent peu au marché des swaps sur défaillance, tant national que mondial, alors que leurs homologues à l'étranger figurent parmi les opérateurs les plus dynamiques, à l'échelle du globe, sur ce marché. Il faut aussi mentionner, au chapitre des comparaisons internationales, que les banques canadiennes déclarantes ne concluent

pas de swaps sur défaillance avec les fonds de couverture, qui sont d'importants acteurs de ce marché en Europe et aux États-Unis.

Au cours des deux dernières années, les courtiers ont assisté à une vive progression de la demande de swaps sur défaillance de la part des institutions établies au Canada. Ils disent s'attendre à ce que l'activité (hors marché intercourtiers) continue de croître à mesure que les nouveaux investisseurs mettront en place les documents nécessaires, développeront leur expertise et amélioreront leurs systèmes financiers pour mieux intégrer le produit.

Déjà, des cotations sont proposées pour les swaps sur défaillance de 160 entités de référence canadiennes. Celles-ci peuvent être regroupées en trois catégories selon le volume de négociation observé. La première catégorie réunit cinq à dix entités dont les swaps sont extrêmement liquides et pour lesquelles il existe un véritable marché d'acheteurs et de vendeurs. Les swaps sur défaillance des 20 suivantes sont un peu moins liquides. Les écarts entre cours acheteur et vendeur des swaps de ces deux catégories avoisinent habituellement cinq points de base (ce chiffre ne s'applique sans doute qu'aux faibles volumes). La liquidité des swaps appartenant à la troisième catégorie, qui réunit les 130 dernières entités, est pratiquement nulle, toute trace des opérations conclues sur ces swaps étant difficile à trouver. Quelque 2 100 actifs de référence se négocient sur le marché mondial (Fitch Ratings, 2004b); les swaps sur défaillance des entités canadiennes ne représentent donc qu'une très faible fraction de ce marché.

La croissance des swaps sur défaillance au Canada

Le marché canadien des obligations de sociétés constitue environ 1,2 % du marché mondial de ces titres (Merrill Lynch, 2004). Bien que les swaps sur défaillance des entités canadiennes forment un marché encore jeune et en croissance, la place qu'ils occupent dans le marché mondial des swaps sur défaillance se compare à la part du Canada dans le marché mondial des obligations de sociétés. La progression des swaps sur défaillance au pays devrait demeurer étroitement liée (toutes proportions gardées) à celle des swaps sur défaillance à l'échelle internationale et à l'évolution de la part canadienne du marché mondial des obligations de sociétés. Même si le marché canadien de ces titres pèse peu en regard du marché mondial, il importe de noter que tant ce marché que celui des swaps sur défaillance ont connu une expansion rapide depuis cinq à dix ans (Anderson, Parker et Spence, 2003).

La quantité d'information que possèdent les investisseurs sur la qualité du crédit ainsi que le niveau d'endettement sont des facteurs déterminants de la croissance et de la liquidité du marché des swaps sur défaillance. Tous deux sont corrélés avec la taille du marché des titres de sociétés. Le recours aux swaps sur défaillance entraîne le transfert du risque de crédit à des parties qui, souvent, n'entretiennent pas de relation de crédit avec l'entité sous-jacente. L'acheteur du risque de crédit ne dispose donc pas d'informations aussi détaillées que l'auteur du prêt. Par conséquent, il dépend davantage des agences de notation et des analyses indépendantes pour se renseigner sur la qualité du crédit. Comme la notation et l'analyse interne sont toutes deux des activités onéreuses, il n'est pas étonnant que les swaps sur défaillance les plus activement négociés au Canada concernent certaines des entreprises canadiennes les plus importantes.

La taille du marché des titres sous-jacents n'est pas seule en cause : sa composition a aussi pu influencer sur le développement du marché canadien des swaps sur défaillance. La quête mondiale de rendement observée parmi les investisseurs ces dernières années explique en partie l'essor des swaps référencés sur des obligations à rendement élevé. Le marché de ces obligations étant beaucoup plus restreint au Canada qu'aux États-Unis (Anderson, Parker et Spence, 2003), ce facteur peut également aider à rendre compte des rythmes de progression différents des swaps sur défaillance¹⁰.

Conclusion

Les swaps sur défaillance sont devenus l'un des dérivés de crédit les plus populaires parce qu'ils comblent deux lacunes du marché des dérivés de crédit : l'absence de standardisation et le manque de transparence des prix. En outre, les swaps sur défaillance contribuent à compléter le marché des obligations de sociétés en facilitant la vente à découvert de ces obligations par les investisseurs, d'où une hausse de la valeur informative des prix sur ce marché et un accroissement de l'efficience. Bien qu'elle soit difficile à quantifier, l'activité sur le marché canadien des swaps sur défaillance a sans doute eu jusqu'ici une incidence limitée mais positive sur l'efficience des marchés. L'utilisation des dérivés de crédit en général devrait renforcer la liquidité globale du marché des titres de dette, ce qui devrait faire baisser les coûts de transaction et

améliorer l'efficacité du processus de détermination des prix.

Le recours aux swaps sur défaillance favorise la stabilité financière en facilitant la couverture du risque de crédit, la diversification ainsi que le transfert de ce risque à ceux qui sont les plus disposés à l'assumer. Il présente toutefois un danger : celui que l'effet de levier serve à concentrer le risque de crédit plutôt qu'à le répartir.

Bibliographie

- Anderson, S., R. Parker et A. Spence (2003). « Faits stylisés et enjeux relatifs à l'expansion du marché canadien des titres de dette des sociétés », *Revue du système financier*, Banque du Canada (décembre), p. 37-44.
- Armstrong, J., et J. Kiff (2005). « Titres garantis par des créances synthétiques : analyse des avantages et des risques », *Revue du système financier*, Banque du Canada (présente livraison).
- Banque des Règlements Internationaux (2004). *Credit Risk Transfer*, rapport de l'Instance conjointe, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (octobre). Document accessible à l'adresse <http://www.bis.org/publ/joint10.htm>.
- Fitch Ratings (2004a). « Global Credit Derivatives Survey: Single-Name CDS Fuel Growth », rapport spécial (septembre).
- (2004b). « CDS Market Liquidity: Show Me the Money » (novembre).
- Greenspan, A. (2002). « International Financial Risk Management », allocution prononcée devant le Council on Foreign Relations, Washington. Document accessible à l'adresse <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021119/default.htm>.
- Kiff, J., et R. Morrow (2000). « Les produits dérivés de crédit », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-12.
- Merrill Lynch (2004). « Size and Structure of the World Bond Market: 2004 » (mai).

10. Dans le cas des banques déclarantes, l'encours notionnel des swaps sur défaillance référencés sur des titres de dette qui ne sont pas notés ou dont la cote est inférieure à BBB s'établissait à environ 15 % du total de leurs positions.