

DÉRIVÉS DE CRÉDIT : LA PÉRIODE DES EXAMENS EST ARRIVÉE

Le Point de repère du 28 février 2007 effectuait un survol de l'importante catégorie de placements que représentent les dérivés de crédit. L'édition de cette semaine effectue un retour sur ces véhicules à la suite de la croissance soutenue et de l'évolution des dynamiques entourant le secteur du crédit au cours de la dernière année.

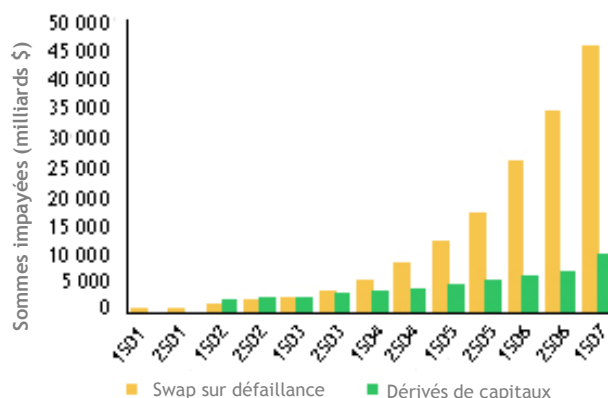
CROISSANCE RAPIDE ET SOUTENUE

Alors qu'il y a onze mois, la valeur notionnelle totale des dérivés sur le crédit totalisait 26 000 milliards \$, le tableau ci-contre démontre que la valeur des contrats de dérivés de crédit atteint maintenant 45 000 milliards \$, soit plus de trois fois le PIB américain, ou une somme supérieure à la valeur combinée de la dette du gouvernement fédéral et de l'immobilier résidentiel aux États-Unis.

UN PRÉALABLE : BIEN SAISIR L'ÉTENDUE DES RISQUES

De telles sommes ont pour effet d'étourdir le plus aguerri des investisseurs. Plusieurs commentateurs ont d'ailleurs saisi l'occasion pour faire naître des inquiétudes dans l'esprit du grand public investisseur. Pour mieux saisir l'étendue réelle de la situation, il faut savoir distinguer les valeurs notionnelles et effectives de risque des dérivés de crédit. La plus importante catégorie de dérivés de crédit est sans contredit le contrat d'échange sur défaut (CDS). Tel que le nom l'indique, il s'agit d'ententes en vertu desquelles deux parties s'échangent le risque de défaillance représenté par une somme nominale et un emprunteur donné; c'est en additionnant ces sommes qu'on atteint les 45 000 milliards \$. Mais dans les faits, la nature d'un CDS implique que la somme nominale de départ est dénombrée en double. Ainsi, les valeurs à risque brutes chutent de 50 %. Qui plus est, les CDS sont des « gageures » de crédit qui au départ ne constituent pas de nouveaux prêts. De fait, le montant de départ à risque est nul. Une récente étude de la société Fitch estime la taille des risques effectifs liés aux CDS à 1 000 milliards \$, soit 45 fois moins que les sommes totales des encours. Nous sommes d'avis que la somme de 1 000 milliards \$ n'est point une pacotille. Cependant, le fait que les deux tiers des CDS sont en référence à des emprunteurs aux cotes élevées – et tenant compte des données historiques sur les défaillances et recouvrements de crédit – il est possible que des sommes réelles à risque variant entre 10 et 30 milliards \$ soient mieux indiquées.

Sommes nominales dues de CDS



Sources : Morgan Stanley, ISDA

2008 : L'ANNÉE DU RISQUE DE CONTREPARTIE

Les risques économiques réels liés aux CDS sont beaucoup moins élevés que leur somme notionnelle. On ne peut toutefois balayer du revers de la main des risques évalués entre 10 et 30 milliards \$! Encore moins dans un contexte de fin de cycle de crédit où les pertes vont habituellement en se multipliant. Bien que les CDS offrent une protection contre les risques de défaillance, les investisseurs demeurent exposés à la possibilité qu'une des parties fasse défaut et ne puisse s'acquitter de ses obligations. Rappelons que ces ententes sont négociées sur une base privée, compliquant la tâche d'analyse de la solvabilité des joueurs impliqués. Depuis la déconfiture du fonds Long Term Capital Management, la plupart des parties de tels contrats doivent faire le dépôt de sommes variant de 2 à 3 % en garantie de leur engagement. Il est vrai que ceci aide à mitiger le risque de défaut de paiement d'une réclamation, mais le risque d'une cascade de problèmes si un joueur important du secteur fait défaut ne peut être ignoré.

LE POINT DE REPÈRE NATCAN

Le secteur des dérivés de crédit a poursuivi sa forte croissance en 2007. Le cycle de crédit semble sur le point d'amorcer une phase baissière en 2008, et il ne fait aucun doute que cette forme d'assurance sera testée au cours de l'année. Il faut tout d'abord éviter d'être alarmistes, et s'assurer que les sommes à risque sont mesurées correctement. Il est plus important que jamais de connaître l'existence et la nature du risque de la contrepartie. Les investisseurs gagneront à avoir de franches discussions à ce sujet avec leurs conseillers et gestionnaires.

Michael Quigley, CFA
Premier vice-président, distribution

MARCHÉS FINANCIERS

RENDEMENTS AU 1 ^{ER} FÉVRIER 2008 (%)	MAD	TAD	AAD	TAUX EN VIGUEUR LE 1 ^{ER} FÉVRIER 2008	
S&P/TSX	1,24	-3,54	-3,54	CAD/USD	1,00
S&P 500	0,24	-4,84	-4,84	CAD/Euro	1,48
S&P/TSX Petites capitalisations	2,07	-4,87	-4,87	Rendement obligations US 10 ans/30 ans	3,60/4,32
Russell 2000	1,42	-4,56	-4,56	Rendement obligations Canada 10 ans/30 ans	3,82/4,14
MSCI EAE0	0,50	-6,82	-6,82	Taux Fed Fund (cible)	3,00
MSCI Mondial	0,40	-5,27	-5,27		
DEX obligataire universel	0,41	1,04	1,04		

Note : Rendements en \$ CAN, taux de change Londres 4 h. Sources : Datastream, PC Bond, MSCI-Barra et Bloomberg. PC-Bond, une filiale de TSX Inc. Droit d'auteur © TSX Inc. Tous droits réservés.

Cette publication est destinée à un usage personnel seulement. Les informations et les opinions qui y sont exprimées sont sujettes à changement selon les conditions du marché ou toute autre conjoncture. Les points de vue exprimés sont offerts à titre informatif et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Les rendements passés ne permettent pas nécessairement de prévoir les rendements futurs. Ce document ne doit en aucun cas être considéré ou utilisé aux fins d'offre d'achat de parts dans un fonds ou de toute autre offre de titres, quelle que soit la juridiction. En aucun cas, cette publication ne peut être reproduite en tout ou en partie, sans avoir obtenu la permission écrite préalable de Gestion de portefeuille Natcan.