

Produits dérivés non collatéralisés

LA FOURCHETTE EST DURE A AVALER !

Même sur les produits dérivés OTC très simples, swaps de taux et swaps de change par exemple, l'évolution récente des standards de valorisation a massivement réduit la transparence des prix. Si historiquement, il était possible de traiter ces produits avec des fourchettes de prix très serrées, ce n'est plus nécessairement le cas, en particulier pour les transactions réalisées hors de tout accord de collatéral.

Quel est le standard de marché pour la valorisation des produits dérivés simples hors accord de collatéral?

La théorie financière prévoit que le prix d'un produit financier est égal à la valeur actualisée des paiements futurs attendus. Lorsque les transactions dérivées OTC ne sont pas collatéralisées, le standard de valorisation consistant à simplement actualiser les flux futurs attendus sur une courbe EONIA ne s'applique pas puisque les flux futurs n'ont pas pour contrepartie un collatéral rémunéré à EONIA. Dans ce cas, la valorisation est un exercice plus complexe, et les flux futurs doivent au contraire être actualisés sur une courbe ad-hoc prenant en compte le risque de crédit et de liquidité de la transaction, puisque les flux à recevoir représentent une créance sur la contrepartie du swap. Il en va de même lorsque l'accord de collatéral est unilatéral ou comporte des seuils de déclenchement importants ou déséquilibrés (« *threshold* » et « *independent amount* »).

Ces dérivés sont donc aujourd'hui valorisés en utilisant une méthode classique d'actualisation des flux futurs, puis la valorisation milieu de marché ainsi obtenue est ajustée :

1. de la fourchette mid-ask ou mid-bid correspondant aux coûts de couverture et à la marge de la contrepartie ;
2. d'une charge dite « de CVA » représentant le risque de crédit potentiellement porté par la contrepartie au titre de cette transaction ;
3. éventuellement d'une charge dite « de LVA » représentant le coût de la liquidité associé à cette transaction ;
4. plus rarement, d'une charge ayant pour objet de neutraliser pour la contrepartie l'impact en fonds propre de la transaction.

Le risque de crédit ou de liquidité porté par la contrepartie au titre de ses dérivés face à son client est calculé sur l'ensemble du portefeuille de dérivés. A chaque nouvelle transaction, ces charges sont donc réévaluées sur le nouveau portefeuille, et c'est la différence entre le risque avant et après la transaction qui impacte le prix reçu par le client.

Quelles conséquences sur le mode d'exécution des opérations dérivées OTC?

La première conséquence évidente est qu'à chaque nouvelle opération, même sur des produits simples, un certain nombre de questions doivent se poser.

1. Cette opération entrera-t-elle dans le cadre d'un accord de collatéral ? Est-il bilatéral, quotidien, sans seuil ?
2. Cette opération augmente-t-elle ou diminue-t-elle le risque de crédit que la contrepartie a vis-à-vis de moi ?
3. Cette opération entraîne-t-elle un besoin de liquidité additionnel ou réduit pour la contrepartie ? Et si oui, quel est le coût de liquidité associé ?
4. Cette opération entraîne-t-elle une augmentation ou une diminution des besoins en fonds propres de la contrepartie au titre de ses obligations règlementaires ?

Si la réponse à la question 1) est non, alors l'exercice de valorisation de l'opération doit être réalisé en prenant bien en compte les points 2) à 4), et en testant l'impact de l'opération envisagée sur l'ensemble du portefeuille. Le coût de l'opération peut en être sensiblement affecté.

Parfois de manière très défavorable, par exemple lorsque l'annulation d'une transaction à mark to market très positif oblige votre contrepartie à payer une soule importante, entraînant chez elle un besoin de liquidité additionnel et une modification de son exposition de crédit. Mais parfois également de manière très favorable, quand au contraire l'annulation d'une transaction à mark to market très négatif vous oblige à payer une soule importante à votre contrepartie, lui procurant ainsi des liquidités en avance et réduisant son risque de contrepartie.

Comment cela se passe-t-il en pratique?

En pratique, plusieurs difficultés peuvent se présenter dans l'appréciation correcte de ce coût additionnel / bénéfice :

1. la nécessité d'être capable de calculer la CVA / LVA sur un portefeuille de transactions de nature et sous-jacent variés ;
2. la réticence importante de certaines contreparties à accepter de rétrocéder le bénéfice en crédit/liquidité/fonds propres alors même qu'elles n'hésitent pas à en charger le coût lorsqu'il est positif ;
3. les divergences entre les méthodes utilisées par les différents intervenants pour estimer ces coûts / bénéfices.

Quoi qu'il en soit, subir le coût lorsqu'il est positif, mais ne pas obtenir de rétrocessions lorsqu'elles seraient dues conduit de facto à un élargissement massif des fourchettes bid-ask, parfois à plusieurs dizaines de points de base. Une bonne connaissance de l'ensemble des paramètres appliqués et applicables, un contrôle précoce des valorisations, et une mise en compétition renforcée sont autant d'éléments qui doivent impérativement être mis en place en amont des opérations ayant potentiellement un impact important en crédit/liquidité pour éviter cet effet et maintenir les coûts de transaction à des niveaux raisonnables.

L'équipe ESTER à votre disposition pour étudier ces sujets avec vous.

Contacts :

Elsa Sitruk, Directrice Générale
Tel : 01 70 60 72 33
elsa.sitruk@esterfinance.com

Stéphane Kourganoff, Président
Tel : 01 70 60 72 32
stephane.kourganoff@esterfinance.com

Olivier Kachkach, Directeur Commercial
Tel : 01 70 60 73 03
olivier.kachkach@esterfinance.com

Julien Martin, Consultant
Tel : 01 70 60 73 02
julien.martin@esterfinance.com

Jérôme Meyrignac, Consultant
Tel : 01 70 60 73 04
jerome.meyrignac@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 18 janvier 2013

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission. ESTER est Conseiller en Investissements Financiers enregistré sous le numéro D 009309, membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF