

---

# La restructuration de la dette grecque et le déclenchement des CDS

Virginie Coudert et Mathieu Gex

Séminaire MoFiDef du 24 mai 2013  
l'Université de Grenoble, CREG

Présenté par Virginie Coudert, Banque de France, Direction de la Stabilité Financière et Université de Paris Ouest Nanterre la Défense; d'après l'article : *"Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée"*, Revue de la Stabilité Financière n°17, Banque de France, Avril 2013. [http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere/2013/rsf-avril-2013/14-COUDERT-GEX.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2013/rsf-avril-2013/14-COUDERT-GEX.pdf)

# Motivation

---

- ❑ **Les craintes générées par un défaut d'un Etat dans la zone euro**
  - Sur les effets de contagion possibles
  - Sur le système bancaire européen/ déjà fragilisé
  
- ❑ **Les modalités de gestion du défaut en zone euro**
  - Non prévues dans le Traité
  - La mise en place des instruments nécessaires
  - Traitement au cas par cas
  
- ❑ **Les doutes sur le marché des CDS**
  - Marché opaque, spéculation....
  - Risque systémique ?
  - Et si les CDS n'avaient pu couvrir la perte liée au défaut grec ?

# Plan

---

## **1. Comment gérer un défaut souverain en union monétaire ?**

- 1.1 Que peut faire la banque centrale?
- 1.2 Bail out ou bail in ? L'éternel dilemme
- 1.3 Comment "faire passer la pilule" ?

## **2. Les modalités de la restructuration**

- 2.1 Le "package" proposé aux investisseurs
- 2.2 Les montants en jeu; les résultats du vote
- 2.3 La clause d'action collective rétroactive et le défaut grec

## **3. Le règlement des CDS**

- 3.1 Les clauses du déclenchement
- 3.2 L'exposition des agents
- 3.3 La couverture des pertes

# 1. Comment gérer un défaut souverain en union monétaire ?

---

## 1. Comment gérer un défaut souverain en union monétaire ?

- 1.1 Que peut faire la banque centrale?
- 1.2 Bail out ou bail in ? L'éternel dilemme
- 1.3 Comment "faire passer la pilule" ?

## 2. Les modalités de la restructuration

- 2.1 Le "package" proposé aux investisseurs
- 2.2 Les montants en jeu; les résultats du vote
- 2.3 La clause d'action collective rétroactive et le défaut grec

## 3. Le règlement des CDS

- 3.1 Les clauses du déclenchement
- 3.2 L'exposition des agents
- 3.3 La couverture des pertes

# 1.1 Que peut faire la banque centrale ?

---

- **Habituellement (hors union monétaire), ∃ 2 types d'emprunts souverains :**
  - **Emprunt souverain en monnaie nationale**
    - La banque centrale peut créer de la monnaie
      - Beaucoup moins de défaut sur les emprunts d'Etat en monnaie nationale
  - **Emprunt souverain en devises**
    - La banque centrale du pays n'a pas la main sur la création monétaire en devises...
    - Le risque de défaut est plus élevé et la notation plus faible
- **L'emprunt souverain en zone euro en monnaie nationale ou en devises?**
  - Comme un emprunt en devises, car les pays n'ont pas la possibilité de créer de la monnaie pour rembourser leur dette
    - Clause de no bail-out
    - → risque de défaut plus grand ; notations plus faibles des Etats dans la zone euro
  - Dans la réalité, les choses ont évolué
    - la BCE est intervenue pour racheter la dette des pays périphériques/ ambiguïté du PDR
    - + injections massives de liquidités dans les banques des pays périphériques

## 1.2 Bail out ou bail in ? L'éternel dilemme

---

Hormis le recours à la banque centrale,  
il existe 2 solutions pour un Etat en détresse financière

- **Le “bail out” : être renfloué par une entité supra-nationale**
  - Prête au pays les fonds nécessaires à des taux privilégiés
  - FMI / avec politiques conditionnelles standards
  - FESF avec un “memorandum”
  
- **Le “bail in” : annuler une partie de la dette /restructurer**
  - **Faire porter les pertes aux investisseurs**
    - Généralement les privés
  - Echanger les obligations existantes
    - Contre une dette de moindre valeur faciale
    - De moindre taux d'intérêt et de plus longue maturité

# Bail in ou bail out ? Avantages/inconvénients

---

## Bail out

- **Qui paie ?**
  - Dans un premier temps, les pays membres du FMI
    - Ou l'emprunt du FESF sous garantie des pays membres
  - Dans un second temps, le pays endetté lui-même
- **Avantages**
  - Maintient la confiance des investisseurs
  - Evite de créer un précédent qui pourrait affecter les taux des autres pays
  - Evite les pertes pour le système financier européen
- **Inconvénients / limites**
  - Ne peut dépasser les capacités de remboursement du pays
  - Si dette insoutenable, prêter davantage n'est une solution viable ni pour les créateurs ni pour le pays endetté.

## Bail in

- **Qui paie ?**
  - Les investisseurs privés
- **Avantages**
  - Permet d'alléger instantanément le fardeau de la dette
  - Ne met pas à contribution les finances publiques des autres pays européens
- **Inconvénients**
  - Risque de perte de confiance des investisseurs dans les emprunts souverains des autres pays de la zone euro
    - risque de contagion
  - Pertes pour le système financier européen, dans un contexte de fragilité
    - Risque systémique

# Pour la Grèce, bail out et bail in

---

- Dans un 1er temps, bail out
  - solution adoptée de mai 2010 à juin 2011 :
    - Appel au FMI
    - Création d'un fonds européen le FESF / MES
    - 110 mds € en mai 2011, 130 mds € en juin 2012
  - Mais ces montants s'avèrent insuffisants
    - Et la dette publique grecque est déjà insoutenable
  
- Dans un 2ième temps, bail in
  - Cette solution ne faisait pas l'unanimité au départ
  - PSI : principe accepté par les créanciers en juin 2011
    - Puis négociations entre créanciers et gouvernement grec pour décider des modalités
    - Mise en oeuvre en mars 2010
    - Aboutit à une restructuration massive



## 1.3 Comment « faire passer la pilule » ?

---

**Ce qui a aidé :**

### **1) La longueur des négociations....**

- ❑ A permis d'anticiper les pertes, et de les réviser progressivement à la hausse

### **2) Les 1000 milliards de liquidités mises sur la table par la BCE ....**

- ❑ Les investisseurs privés qui doivent supporter les pertes sont les banques européennes
  - Déjà affaiblies par la crise
- ❑ Le programme 3-year LTRO annoncé fin 2011 permet aux banques de supporter les pertes,

### **3) Le FESF a contribué aussi au dédommagement des investisseurs**

- ❑ prêt de 30 mds €

## 2. Les modalités de la restructuration

---

### 1. Comment gérer un défaut souverain en union monétaire ?

- 1.1 Que peut faire la banque centrale?
- 1.2 Bail out ou bail in ? L'éternel dilemme
- 1.3 Comment faire passer la "pillule" ?

### 2. Les modalités de la restructuration

- 2.1 L'échange proposé aux investisseurs
- 2.2 Les montants en jeu; les résultats du vote
- 2.3 La clause d'action collective rétroactive et le défaut grec

### 3. Le règlement des CDS

- 3.1 Les clauses du déclenchement
- 3.2 L'exposition des agents
- 3.3 La couverture des pertes

# L'échange proposé aux investisseurs (23 /02/2012)

- 
- **1 obligation grecque de valeur faciale** **100€**
  - **Contre**
    - 1 titre du FESF de valeur faciale **15€**
      - maturité moins de 2 ans
    - 1 nouvelle obligation grecque de valeur faciale **31,5€**
      - échéance rallongée de 2023 à 2042
      - Coupon plus faible 2% , jusqu'en 2016, 3% jusqu'en 2020, 4,3% ensuite
      - Garantie par un pret de 30 mds du FESF.
    - Soit une valeur faciale totale de **46,50€**
    - **Et une perte sur la valeur faciale de 53,50€**
  - **En réalité, perte de 78% environ**
    - les nouvelles obligations grecques sont déjà décotées sur le marché, de 78% environ de leur valeur faciale :
    - Donc l'investisseur reçoit donc en échange une valeur de :  $15€ + 22\% * 31,50€ = 22 €$ 
      1. La valeur du package échangé =  $15€ + 22\% * 31,50€ = 22 €$  = valeur de marché de l'ancienne obligation
      2. La valeur de marché de la nouvelle obligation =  $22€$  = celle de l'ancienne obligation.

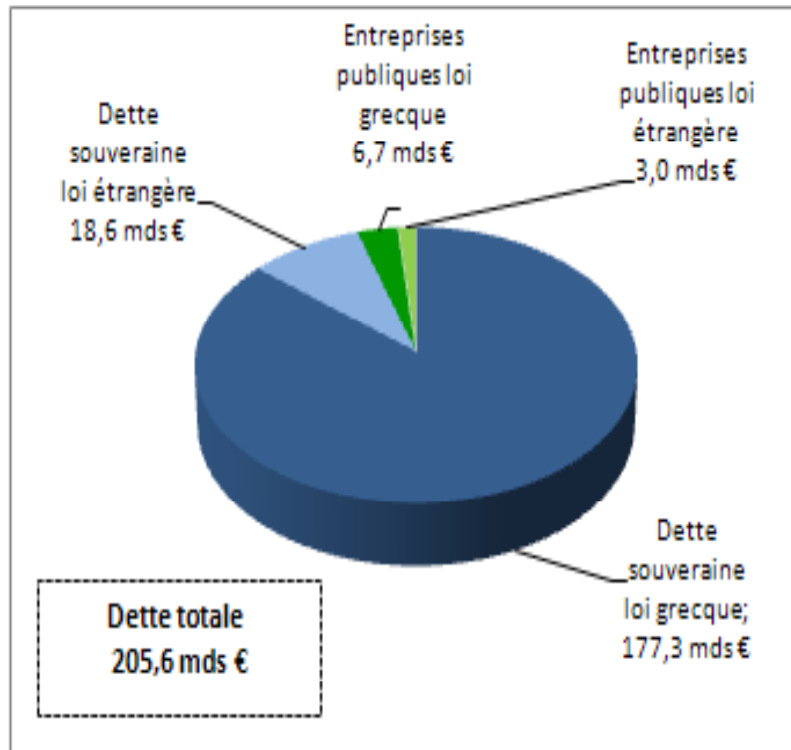
# Les enjeux de l'offre d'échange

---

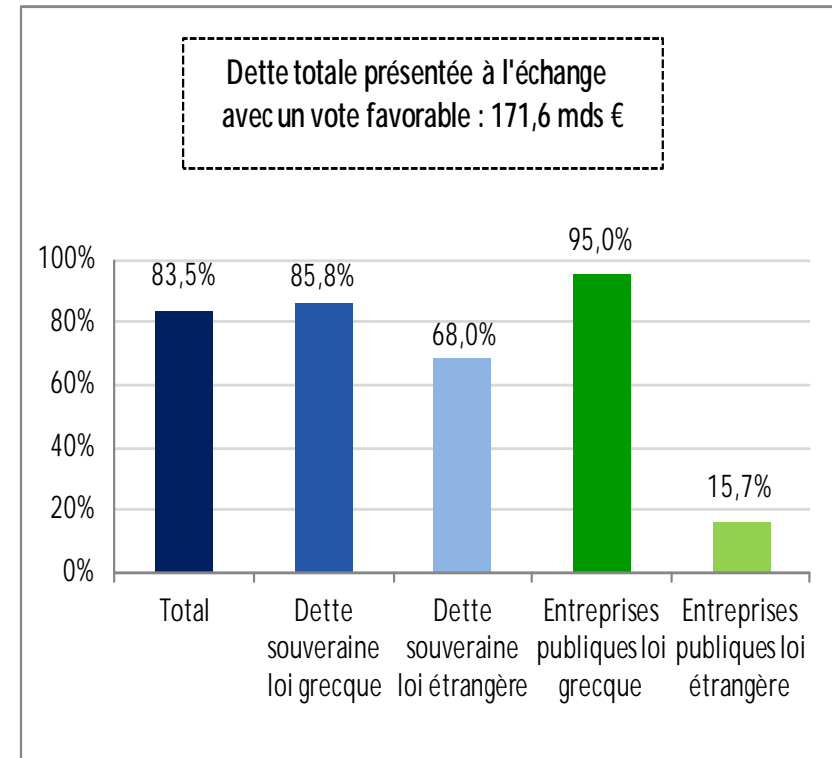
- **Pour les agences de notations, le défaut est acté dans 3 cas :**
  - non paiement des intérêts sur la dette ou remboursement du principal
  - faillite
  - Restructuration coercitive
  
- **La restructuration est-elle coercitive ou acceptée par les investisseurs ?**
  - Mise au vote de l'offre d'échange en mars 2012
  - La Grèce a besoin d'annuler environ 100mds de dette
  - L'échange porte sur 206 mds €
  - Si on annule 53,5% de la valeur faciale de 206 mds €, on annule 110 mds de dette
  - En fait il suffirait que 90% des investisseurs acceptent l'offre, la Grèce pourrait alors annuler 100mds € de dette environ.

## 2.2 les montants en jeu et les résultats du vote

Montant de la dette proposée à l'échange



% de la dette dont les détenteurs ont voté pour



## 2.3 La clause d'action collective (Cac) retro-active

---

- **La restructuration est acceptée seulement par 85% des investisseurs, ce n'est pas suffisant.**
  
- **L'Etat grec avait fait voter par le Parlement juste avant le vote une CaC rétroactive**
  - L'échange est mis en en oeuvre pour tous les investisseurs si une majorité qualifiée l'acceptent .
  - **Au vu du résultat du vote, la CAC est appliquée de manière rétro-active.**
  
- **➔ les agences de notation déclarent la Grèce en défaut**

## 3. Le règlement des CDS sur la Grèce

---

### 1. Comment gérer un défaut souverain en union monétaire ?

- 1.1 Que peut faire la banque centrale?
- 1.2 Bail out ou bail in ? L'éternel dilemme
- 1.3 Comment faire passer la "pillule" ?

#### Les modalités de la restructuration

- 2.1 L'échange proposé aux investisseurs
- 2.2 Les montants en jeu; les résultats du vote
- 2.3 La clause d'action collective rétroactive et le défaut grec

### 3. Le règlement des CDS

- 3.1 Les clauses du déclenchement
- 3.2 L'exposition des agents
- 3.3 La procédure d'enchères

## 3. 1 Les causes du déclenchement des CDS

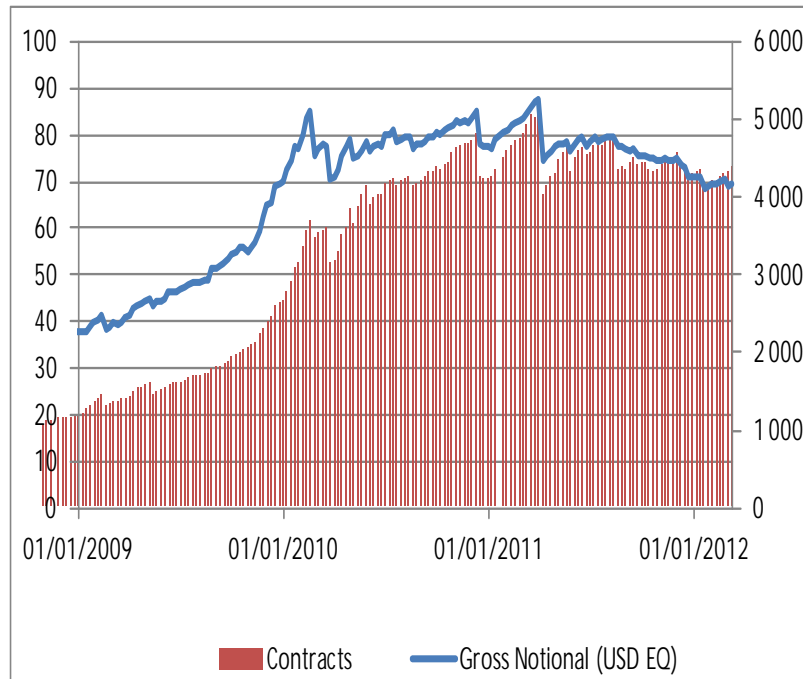
---

- **C'est l'ISDA qui décide si le CDS est déclenché ou non sur la base de :**
  - Défaut direct
  - Faillite
  - Restructuration coercitive
  
- **En 2011, lorsque les négociations ont commencé, on pensait que la restructuration serait volontaire**
  - Puisque basée sur un processus de négociations avec les banquiers
  - → le CDS souverain sur la Grèce n'aurait servi à rien.
  
- **Après l'application de la CaC rétroactive, l'ISDA a décidé de déclencher le règlement des CDS**
  - Restructuration coercitive / mise en défaut par les agences

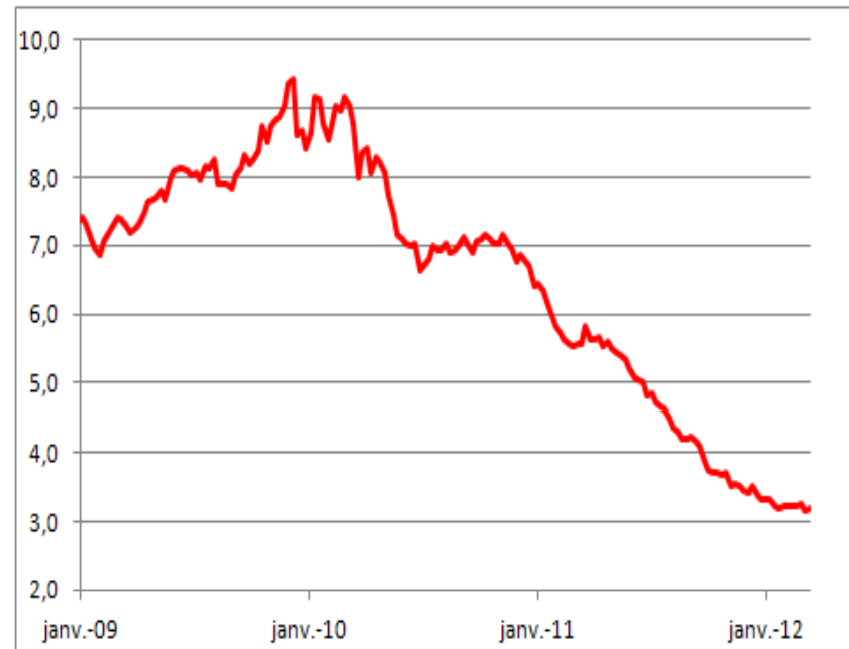


## 3.2 Les montants de CDS sur la Grèce

**Montant brut et nombre de contrats,  
en mds de USD**



**Montants nets,  
en mds de USD**



## Banques européennes vendeurs et détenteurs de CDS sur la Grèce, au 30 septembre 2011,

notionnel en millions d'euros

	<b>vendeur</b>	<b>acheteur</b>	<b>net</b>		<b>vendeur</b>	<b>acheteur</b>	<b>net</b>
Unicredit	1116	817	299	Bayerische LB	4	4	0
DZ Bank	806	636	170	LB Berlin	37	37	0
BPCE	353	212	140	WGZ Bank	31	31	0
Deutsche Bank	4420	4324	96	Santander	214	214	0
Nord LB	92	0	92	Rabobank	19	19	0
BNP Paribas	306	214	92	ESFG	9	9	0
Barclays	4451	4372	79	Commerbank	825	825	0
West LB	403	326	77	Erste Bank	110	111	-1
Credit Agricole	48	9	39	BFA-Bankia	0	3	-3
Dexia	19	0	19	Intesa Sanpaolo	142	167	-25
BBVA	46	33	13	Oest Volksbank	35	81	-46
Monte dei Paschi	275	264	11	LBBW	216	271	-55
DekaBank	20	10	10	RBS group	3152	3375	-223
Société Générale	2457	2454	3	HSBC	1482	1725	-243
<i>Total net longs</i>			<i>1141</i>	<i>Total net courts</i>			<i>-596</i>

## 3. 3 La procédure d'enchères

---

- **Il s'agit de déterminer le taux de recouvrement**
  
- **1<sup>ère</sup> étape : détermination de l'IMM (inside market midpoint)**
  - Seuls les dealers (14) interviennent
  - Demande de règlement physique, offre et achats de titres sous-jacent
  
- **2<sup>ème</sup> étape : détermination du prix final**
  - Ensemble des détenteurs de CDS
  
- **Après l'application de la CaC rétroactive, l'ISDA a décidé de déclencher le règlement des CDS**
  - Restructuration coercitive / comme pour la mise en défaut par les agences

## 1ière étape : Les offres d'achat et de ventes des dealers

---

**Tableau 2: Cours des offres d'achat et de vente initiales pour l'enchère de la République Hellénique**

Dealer	Achat	Vente	Dealer
Bank of America N.A.	21.625	23.625	Bank of America N.A.
Barclays Bank PLC	21.0	23.0	Barclays Bank PLC
BNP Paribas	20.75	22.75	BNP Paribas
Citigroup Global Markets Limited	20.5	22.5	Citigroup Global Markets Limited
Credit Suisse International	20.25	22.25	Credit Suisse International
Deutsche Bank AG	20.25	22.25	Deutsche Bank AG
Goldman Sachs International	21.125	23.125	Goldman Sachs International
HSBC Bank PLC	20.25	22.25	HSBC Bank PLC
JPMorgan Chase Bank N.A.	21.25	23.25	JPMorgan Chase Bank N.A.
Morgan Stanley & Co. International PLC	21.0	23.0	Morgan Stanley & Co. International PLC
Nomura International PLC	20.0	22.0	Nomura International PLC
Société Générale	21.0	23.0	Société Générale
The Royal Bank of Scotland PLC	22.0	24.0	The Royal Bank of Scotland PLC
UBS AG	20.5	22.5	UBS AG

*Source: Creditex, Markit.*

## Calcul de l'IMM à 21,75%

**Tableau 3: Cours des offres d'achat et de vente initiales pour l'enchère de la République Héliénique**

	Dealer	Achat	Vente	Dealer
	The Royal Bank of Scotland PLC	22	22	Nomura International PLC
	Bank of America NA.	21,625	22,25	Credit Suisse International
	JPMorgan Chase Bank NA.	21,25	22,25	Deutsche Bank AG
	Goldman Sachs International	21,125	22,25	HSBC Bank PLC
	Barclays Bank PLC	21	22,5	Citigroup Global Markets Limited
	Morgan Stanley & Co. International FLC	21	22,5	UBS AG
	Société Générale	21	22,75	BNP Paribas
	BNP Paribas	20,75	23	Barclays Bank PLC
	Citigroup Global Markets Limited	20,5	23	Morgan Stanley & Co. International PLC
	UBS AG	20,5	23	Société Générale
	Credit Suisse International	20,25	23,125	Goldman Sachs International
	Deutsche Bank AG	20,25	23,25	JPMorgan Chase Bank N.A.
	HSBC Bank PLC	20,25	23,625	Bank of America NA.
	Nomura International PLC	20	24	The Royal Bank of Scotland PLC

Source: Creditex, Markit.

## Le net open interest à la vente

**Tableau 4 : Demandes de règlement physique pour l'enchère de la République Héliénique**

Dealer	Achat ou vente	Taille en millions d'euros
BNP Paribas	Vente	158.0
Citigroup Global Markets Limited	Vente	111.1
Credit Suisse International	Vente	0.0
Deutsche Bank AG	Vente	12.55
Goldman Sachs International	Vente	18.0
HSBC Bank PLC	Vente	332.0
Nomura International PLC	Vente	6.3
Société Générale	Vente	5.0
The Royal Bank of Scotland PLC	Vente	5.0
Bank of America N.A.	Achat	17.0
Barclays Bank PLC	Achat	24.3
JPMorgan Chase Bank N.A.	Achat	17.85
Morgan Stanley & Co. International PLC	Achat	236.55
UBS AG	Achat	60.65
Somme des ordres physiques d'achat		356,35 millions €
Somme des ordres physiques de vente		647,95 millions €
<b>Position nette: 291,6 millions € à la vente (net open interest to sell)</b>		<b>291,6 millions €</b>

Source: Creditex, Markit

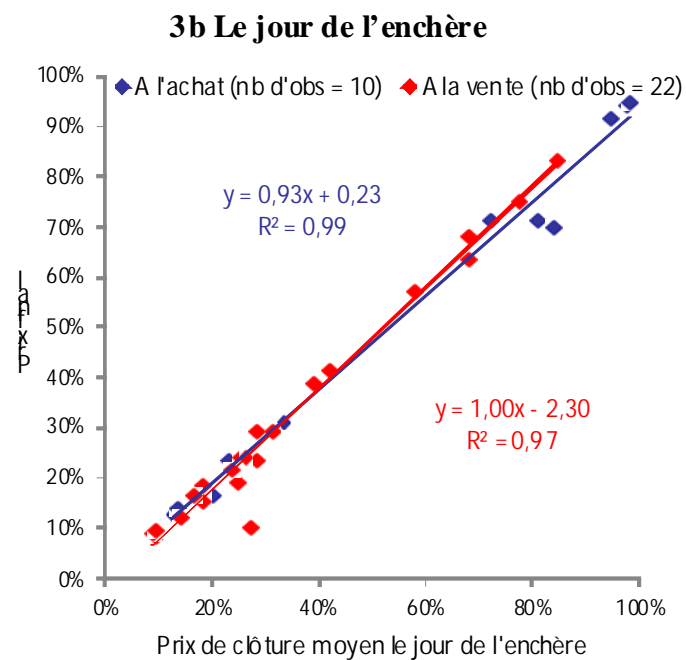
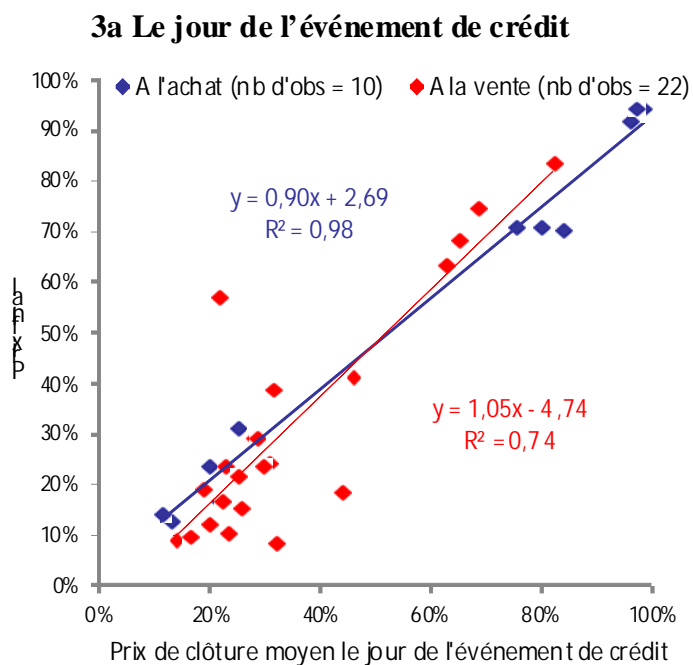
## 2ieme étape : offres d'achat et prix final

Dealer	Prix	Offre d'achat en Mion EUR	Montant cumulé des offres en Mion EUR
JPMorgan Chase Bank N.A,	22,75	50	50
Deutsche Bank AG	22,75	19,5	69,5
Citigroup Global Markets Limited	22,75	10	79,5
Credit Suisse International	22,75	5	84,5
Credit Suisse International	22,125	5	89,5
Citigroup Global Markets Limited	21,75	50	139,5
Barclays Bank PLC	21,75	10	149,5
The Royal Bank of Scotland PLC**	21,75	5	154,5
Barclays Bank PLC	21,625	30	184,5
Bank of America N.A,**	21,625	5	189,5
HSBC Bank PLC	21,5	60	249,5
Barclays	21,5	60	309,5
JPMorgan Chase Bank NA	21,375	20	329,5
Credit Suisse International	21,375	5	334,5
...	...	...	...



# Comparaison des prix de l'enchère et des prix des obligations

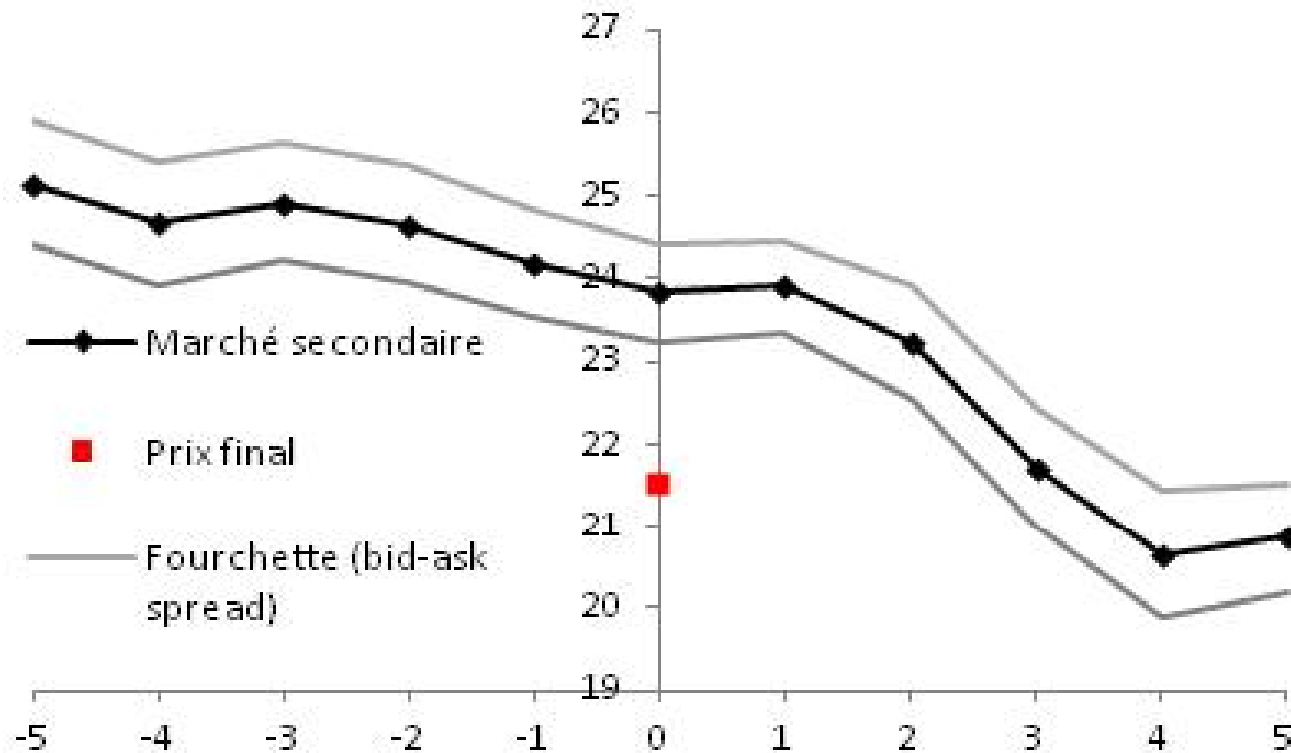
## Prix final de l'enchère comparé au prix moyen de clôture des obligations livrables, pour 32 entités de référence



Sources : Bloomberg, Creditex, ISDA, Markit.

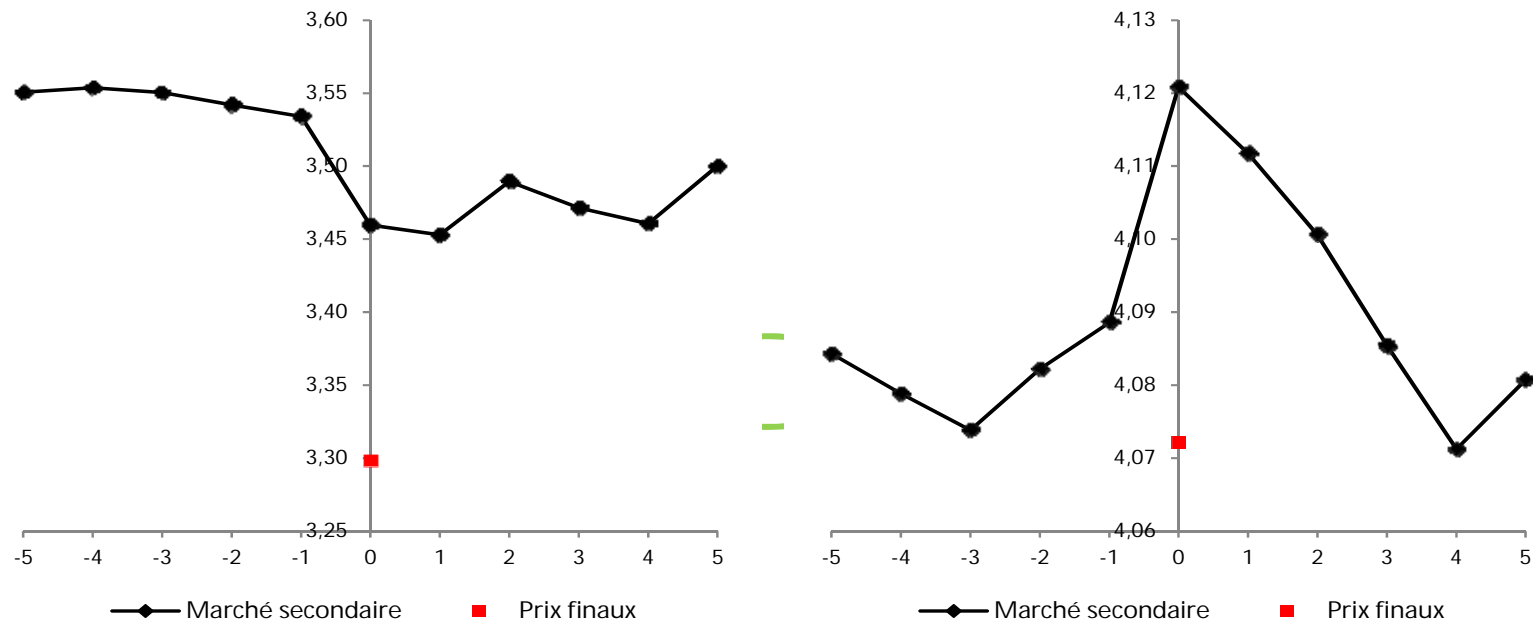


# Comparaison des prix de l'enchère et des prix des obligations pour la Grèce



# Evolution des prix des obligations autour de la date d'enchère

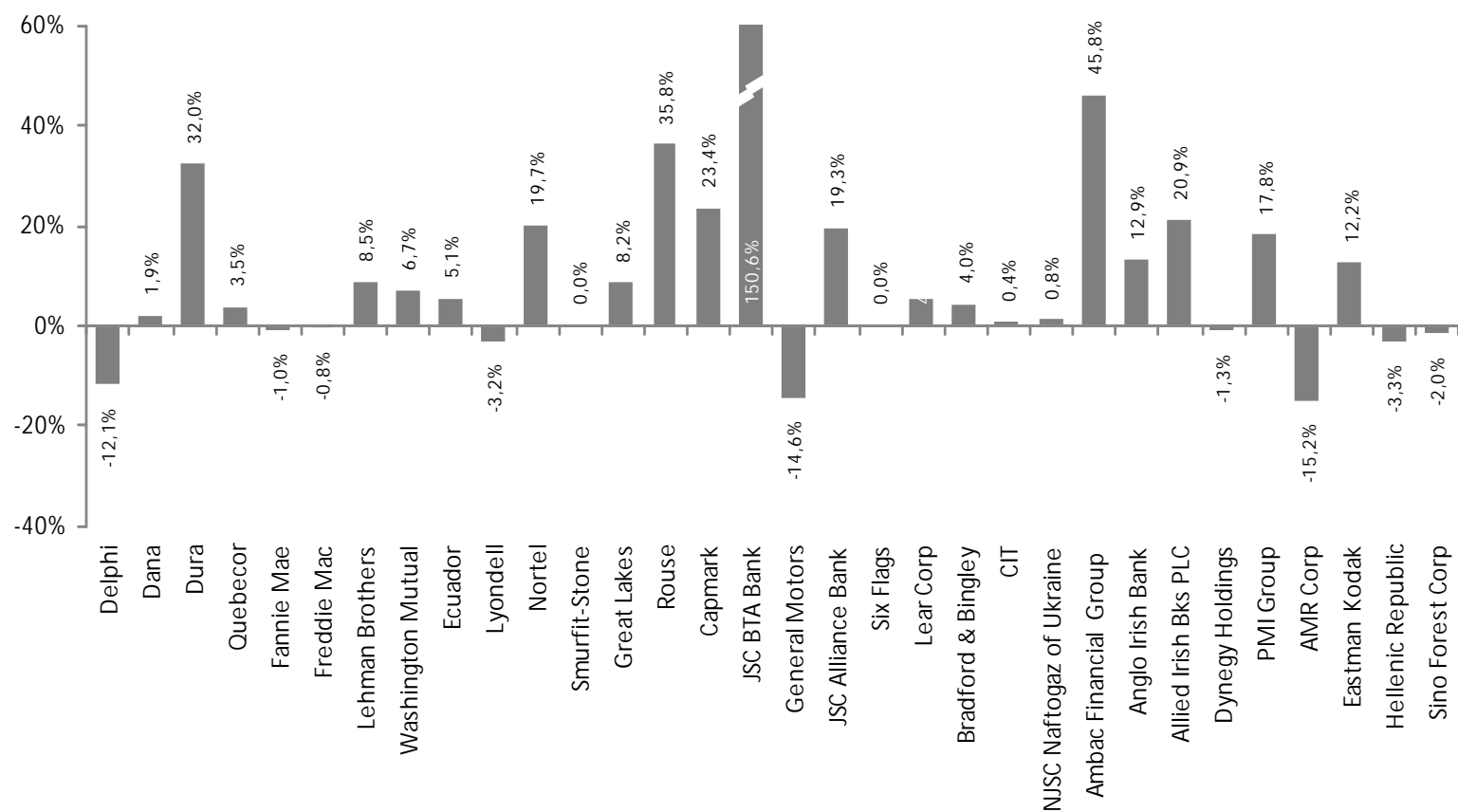
**Graphique 4: Moyenne des prix des obligations livrables sur le marché secondaire (en log) autour de l'enchère comparée à la moyenne des prix finaux (en log)**  
**4a Pour les enchères à la vente (16 enchères)**      **4b Pour les enchères à l'achat (9 enchères)**



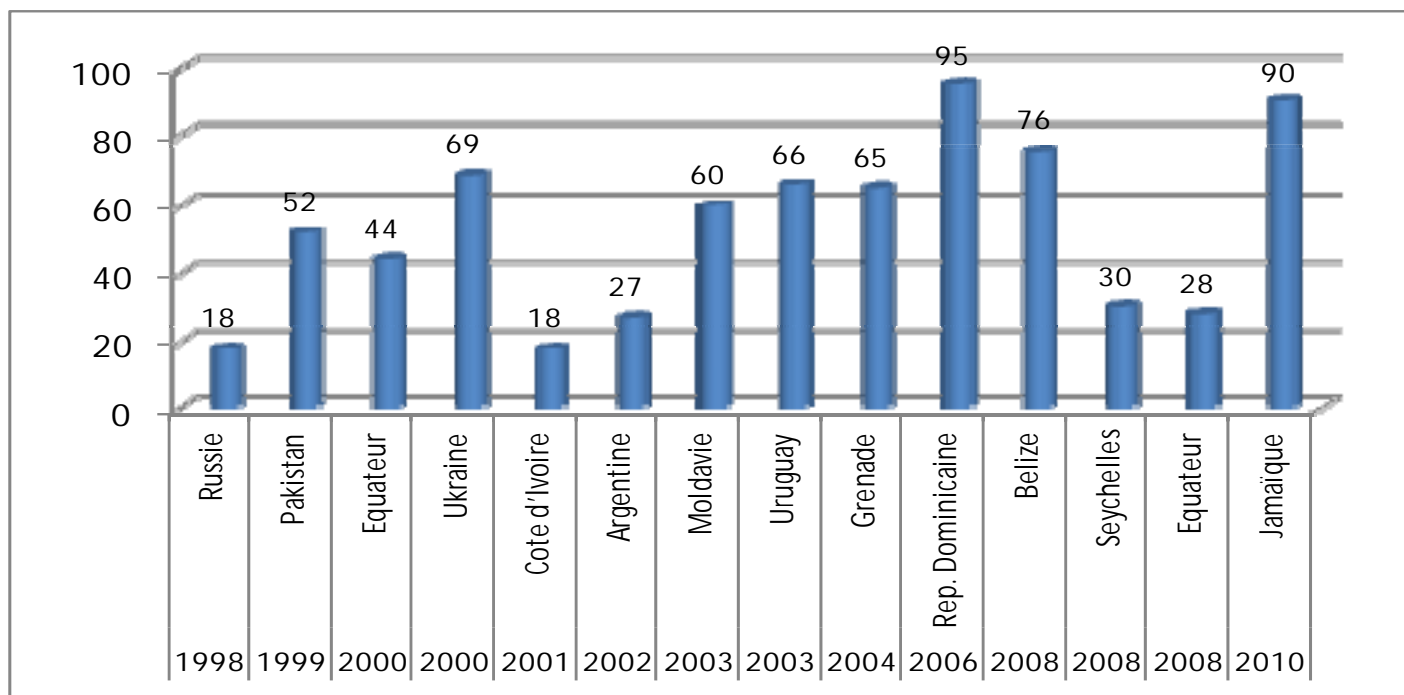
Sources : Bloomberg, Creditex, ISDA, Markit.

# Écart entre le prix des obligations le jour du règlement et le prix final de l'enchère

**Graphique 6 : Écart entre le prix des obligations le jour du règlement et le prix final, pour 32 enchères**



# Taux de recouvrement sur les défauts souverains



# Conclusion

---

- ❑ **L'échange de la dette grecque s'est effectuée de manière ordonnée**
  - Les effets de contagion maximum à l'été 2011 ont ensuite décru
  - Le VLTRO a contribué à faciliter l'opération auprès des banques
  - 100 mds € de dette ont été annulés → plus grosse restructuration de l'histoire
  
- ❑ **Les doutes sur le marché des CDS**
  - Le marché s'est montré résilient au défaut de la Grèce, comme pour celui de Lehman Brothers
  - Pas de montants énormes en position nette
  
- ❑ **Les modalités de gestion du défaut en zone euro ?**
  - Toujours au cas par cas,
  - Le bail in pourra-t-il être imposé avec des règles claires ? Débat en cours