
Le déclenchement des CDS souverains sur la Grèce en février 2012

Virginie Coudert (*)

Groupe "Crises", 21 novembre 2013
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"*, en collaboration avec Mathieu Gex, 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

Motivation

- ❑ 21 février 2012: restructuration de 100Mds € de la dette grecque
- ❑ 9 mars 2012 :déclenchement des CDS souverains sur la Grèce,

- ❑ **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
- ❑ **Doutes sur la capacité du marché des CDS à gérer le problème...**
 - Craintes que les CDS ne soient pas déclenchés car restructuration "volontaire"
 - Craintes que le déclenchement n'aboutisse à des faillites

- **Complications dues au fait que les CDS ont été déclenchés APRES la restructuration**
 - ❑ Cad , que c'est la nouvelle dette dont la valeur faciale a pu être remboursée, et non l'ancienne qui était déjà échangée

1. Le contexte

1. Le contexte :

- 1.1 Bail out ou bail in ? Les hésitations
- 1.2 Les moyens d'adoucir

2. Les modalités de la restructuration

- 2.1 Le montant à restructurer
- 2.2 L'offre d'échange
- 2.3. Les enjeux de l'offre d'échange
- 2.4 Les résultats du vote et la CAC

3. Le règlement des CDS

- 3.1 La perte à couvrir pour les investisseurs et le déclenchement
- 3.2 L'exposition des agents
- 3.3 La procédure d'enchères
- 3.4 Les biais possibles

1.1 Bail out ou bail in ? Les hésitations

Bail out

- **Qui paie ?**
 - Dans un premier temps, les pays membres du FMI
 - Ou l'e FESF sous garantie des pays membres
 - Dans un second temps, le pays endetté lui-même
- **Avantages**
 - 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 créiteurs ni pour le pays endetté.

Bail in

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

Pour la Grèce,

- Dans un 1ier temps, bail out
 - solution adoptée de mai 2010 à juin 2011 :
 - Appel au FMI, création du FESF / MES ; 110 mds € de prêts en mai 2011, 130 mds € en juin 2012
 - Mais ces montants s'avèrent insuffisants , la dette publique grecque est insoutenable
- Dans un 2ième temps, bail in
 - Cette solution ne faisait pas l'unanimité au départ
 - PSI : principe accepté par les créditeurs en juin 2011
 - Puis négociations entre créanciers (IIF) et gouvernement grec pour décider des modalités
 - Aboutit à une restructuration de 100mds € de dette en février 2012
 - Accord de l'Eurogroup pour contribuer par un prêt de 30 MDS d'EUR du FESF pour atténuer l'impact du PSI
 - Accord entre les autorités grecs et les créanciers privés le 21 février 2012 pour un haircut de 53,5% du nominal

1.2 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 du 3-year LTRO....

- ❑ 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. Le contexte :

1.1 Bail out ou bail in ? Les hésitations

1.2 Les moyens d'adoucir

2. Les modalités de la restructuration

2.1 Le montant à restructurer

2.2 L'offre d'échange

2.3. Les enjeux de l'offre d'échange

2.4 Les résultats du vote et la CAC

3. Le règlement des CDS

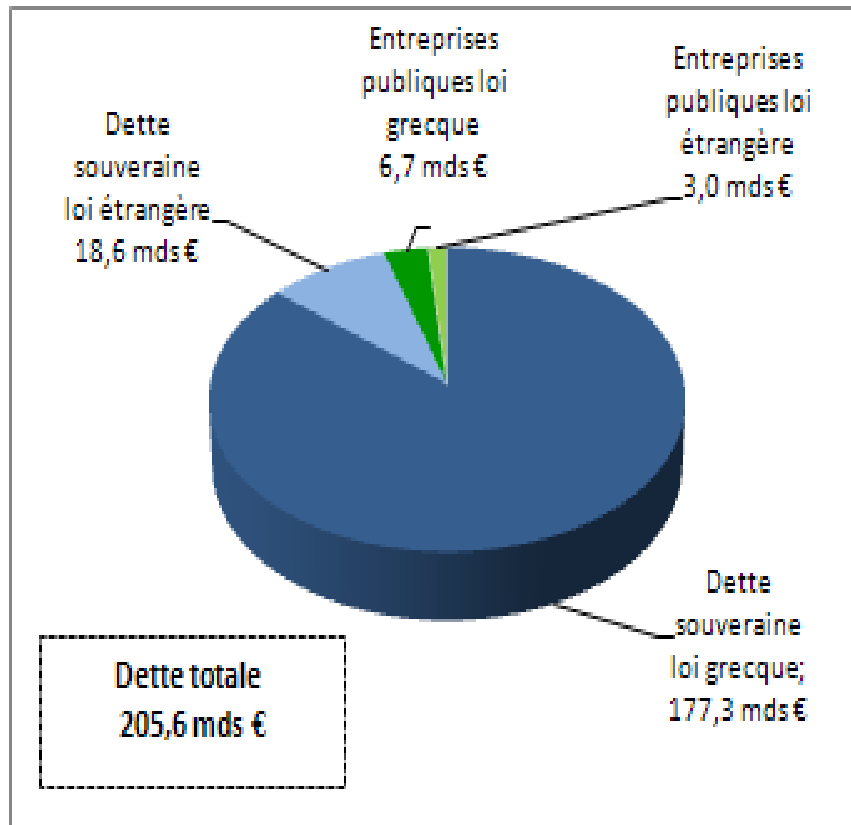
3.1 La perte à couvrir pour les investisseurs et le déclenchement

3.2 L'exposition des agents

3.3 La procédure d'enchères

3.4 Les biais possibles

2.1 La dette grecque à restructurer, début 2012



40 titres différents,

- Échéances différentes
- Etat et entreprise publique
- 3 monnaies EUR, CHF et JPY

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

■ 1 obligation grecque de valeur faciale	100€	(200Mds€)
■ Contre un "package"		
□ 1 titre du FESF de valeur faciale	15€	(30Mds€)
▪ maturité moins de 2 ans		
□ 1 nouvelle obligation grecque de valeur faciale	31,5€	
▪ échéance rallongée de 11 ans à 30 ans (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€	

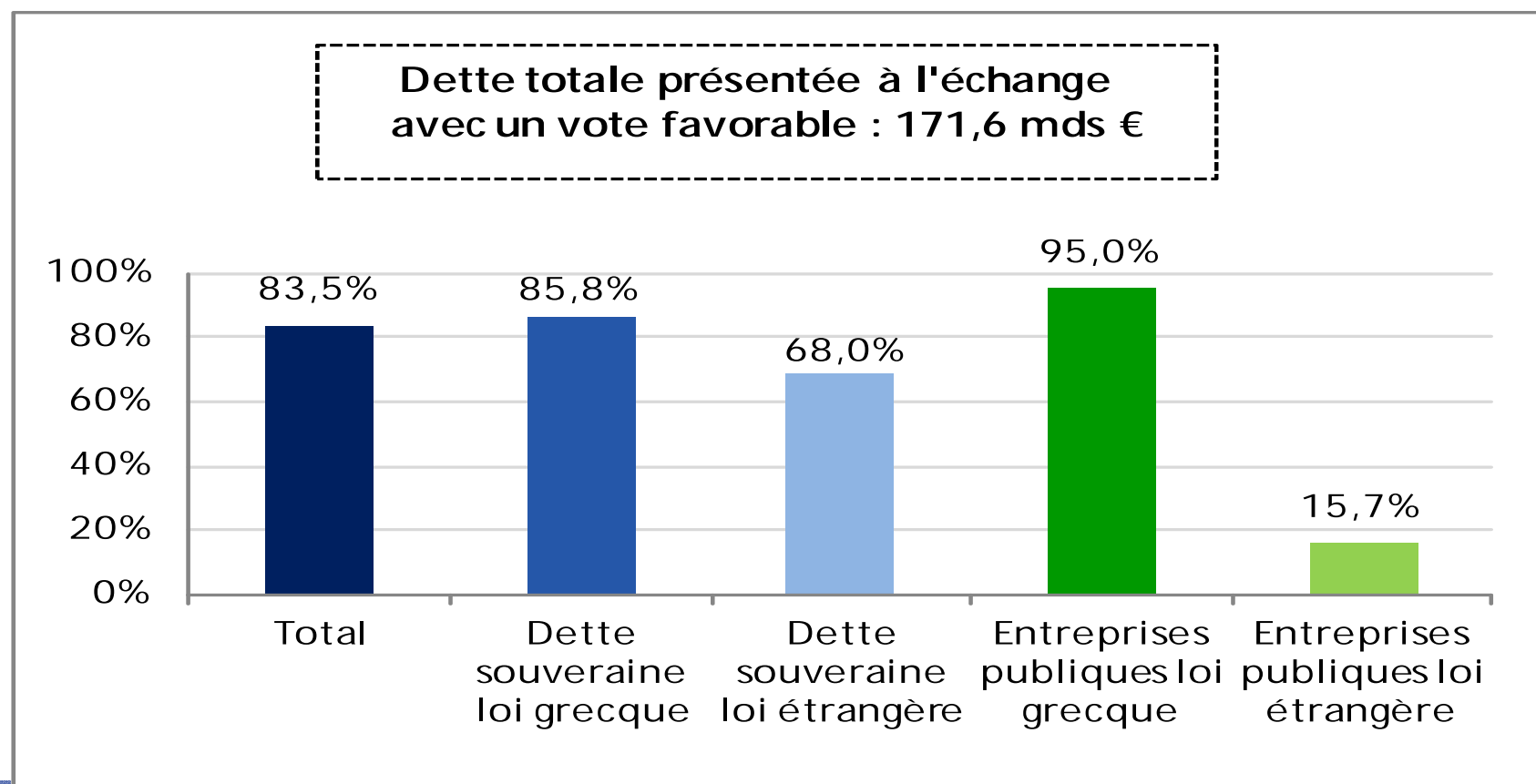
Les enjeux de l'offre d'échange

- **Pour la Grèce,**
 - ❑ 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.

- **Mise au vote de l'offre d'échange en mars 2012**

Les résultats du vote : 84% d'acceptation

% de la dette dont les détenteurs ont voté pour



La clause d'action collective rétro-active

- **Le 9 mars 2012**, La restructuration est acceptée seulement par 84% des investisseurs, ce n'est pas suffisant.
- **Auparavant**, le 23 février, l'Etat grec avait fait voter par le Parlement la possibilité d'introduire 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, le 9 mars, le gouvernement grec décide d'introduire la CAC de manière rétro-active.
- ➔ les agences de notation déclarent la Grèce en défaut

Les enjeux pour les agences de notation,

Un emprunteur est noté « en défaut » si l'un des évènements suivants se produit :

- **défaut direct**
 - le paiement manquant ou retardé des intérêts à la date échue (avec un délai de grâce de 3 mois)
 - *la faillite (pour une entreprise)*
- **défaut de restructuration**
 - La restructuration de la dette, ou échange **coercitif** de la dette existante contre une autre dette avec une diminution des paiements, intérêts ou principal, dans le but d'aider l'emprunteur à éviter la faillite.

- Le 27 février 2012, S&Ps dégrade la Grèce de CC à SD, en raison du vote du parlement sur la CAC
- Le 9 mars 2012, Fitch dégrade la Grèce de C à RD (restricted default). le gouvernement grec confirme que l'échange va avoir lieu,
- Moody's qui a dégradé la note grecque le 2 mars 2012 de Ca à C on 2 March 2012, déclare que la Grèce est en défaut le 9 mars 2012, mais laisse la note à C.

3. Le règlement des CDS sur la Grèce

1. Le contexte :

- 1.1 Bail out ou bail in ? Les hésitations
- 1.2 Les moyens d'adoucir

2. Les modalités de la restructuration

- 2.1 Le montant à restructurer
- 2.2 L'offre d'échange
- 2.3. Les enjeux de l'offre d'échange
- 2.4 Les résultats du vote et la CAC

3. Le règlement des CDS

- 3.1 La perte à couvrir pour les investisseurs et le déclenchement
- 3.2 L'exposition des agents
- 3.3 La procédure d'enchères
- 3.4 Les biais possibles

3.1 La perte à couvrir pour les investisseurs

Pour la Grèce : réduction de la valeur faciale de la dette 53,50%

■ **Pour les investisseurs , la perte est de 78% environ :**

- ❑ Les nouvelles obligations grecques émises sont décotées le jour sur le marché = 22% de leur valeur faciale
- ❑ La décote de 78% sur les anciennes obligations = à celle des nouvelles.
- ❑ L'investisseur reçoit donc en échange de son ancienne obligation : $15\text{€} + 22\% * 31,50\text{€} = 22\text{€}$

On remarque 2 égalités :

1. Valeur du package reçu dans l'échange = valeur de marché de l'ancienne obligation
→ $15\text{€} + 22\% * 31,50\text{€} = 22\text{€}$
(absence d'opportunité d'arbitrage)
2. La valeur de marché de la nouvelle obligation de valeur faciale 100€ = 22€ = celle de l'ancienne obligation.

Sans cette égalité, le règlement des CDS n'aurait pas pu fonctionner.

Le déclenchement des CDS

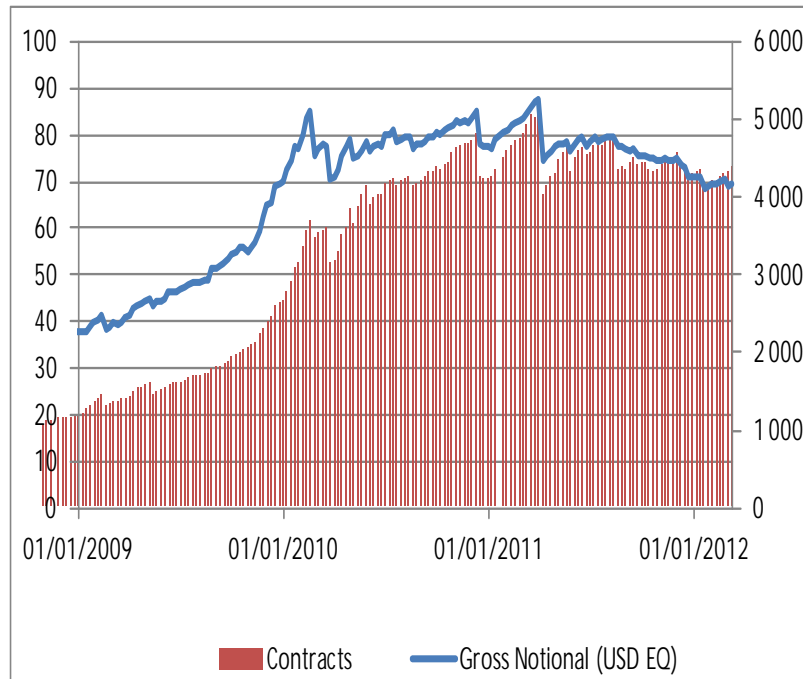
- **C'est l'ISDA qui décide si le CDS est déclenché ou non sur la base de :**
 - Défaut direct
 - Faillite
 - Restructuration coercitive

- **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.

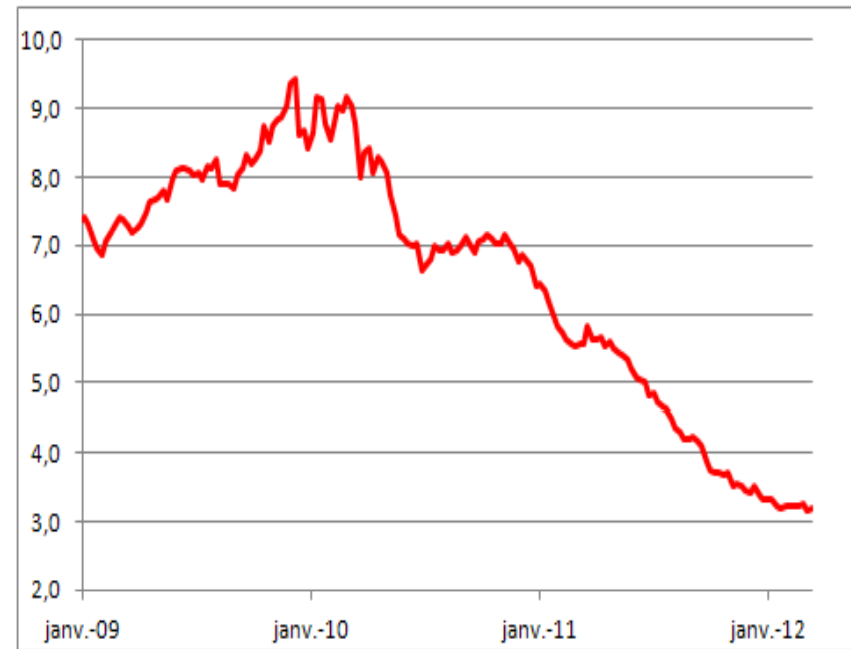
- **Après l'application de la CaC rétroactive, l'ISDA a décidé de déclencher le règlement des CDS**
 - Restructuration coercitive / mise en défaut par les agences

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**



Les montants de CDS sur la Grèce

Montants nets,
en mds de USD

- Après netting, exposition totale de
- 3,2 Mds USD,
- Perte de 78% à compenser ; donc perte pour les vendeurs de
- 2.5 mds USD
- petit par rapport à la perte de 100Mds EUR sur le marché obligataire



Exposition des banques européennes sur les CDS sur la Grèce, au 30 septembre 2011,

notionnel en millions d'euros

	vendeur	acheteur	net		vendeur	acheteur	net
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 y a 2 options de règlement pour le détenteur d'un CDS en cas de défaut**

- **Règlement physique,**

Il « livre » au vendeur de CDS le titre valeur faciale 100€ et il reçoit 100€

- **Option CTD**

- pour la Grèce l'obligation la plus longue à 30 ans, négociée entre 21 et 22€ le jour de l'enchère

- **Règlement cash**

Il ne donne pas le titre, il reçoit 100€ moins le taux de recouvrement (valeur de marché du titre)

Procédure d'enchères : unifier le taux de recouvrement, le rendre compatible avec le prix de marché du titre;

La détermination du recouvrement par enchères

- **1^{ère} 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^{ème} étape : détermination du prix final**
 - Ensemble des détenteurs de CDS

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 €
Position nette: 291,6 millions € à la vente (net open interest to sell)		291,6 millions €

Source: Creditex, Markit

2ieme étape : offres d'achat et prix final

Comme la position nette est vendeuse, seuls les acheteurs de titres participent à cette étape,

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
...
...



Les biais possibles

- **Les enchères peuvent-elles être manipulés par les dealers ?**

- 1) Pénalités si le dealer est trop à côté du marché,**

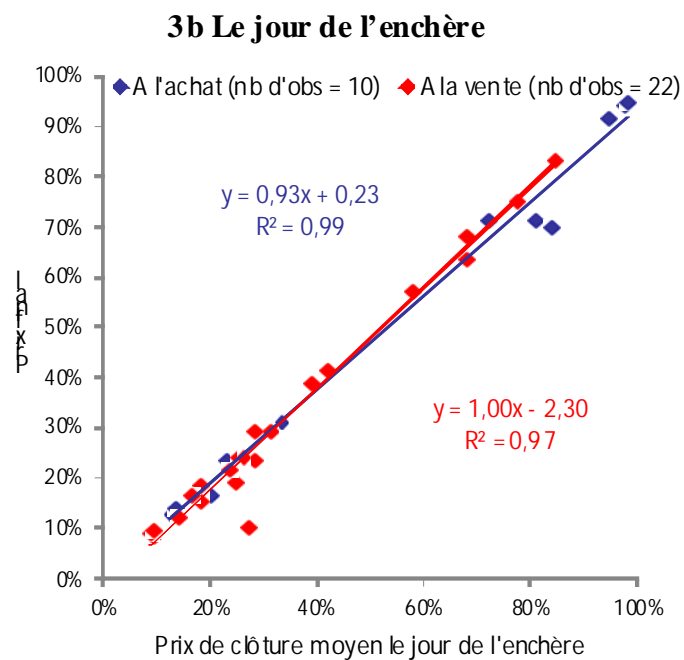
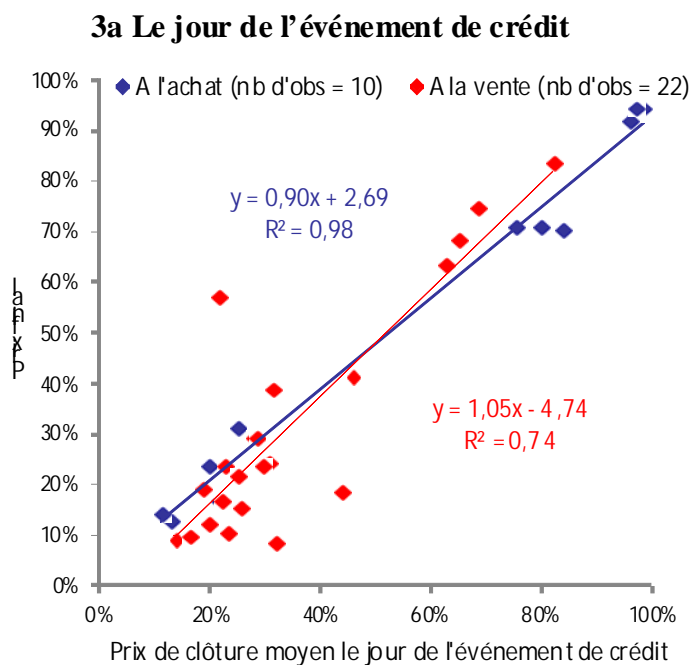
- ex la position nette globale est vendeuse et que le dealer a proposé un prix d'achat très élevé,
 - Il doit payer la différence entre le prix d'achat qu'il a proposé et le prix final, (multiplié par la quantité demandée) (ex RBS dans le cas de la Grèce).

- 2) Le prix final doit être du « bon côté du marché »**

- < l'IMM si la position nette est vendeuse, sinon, une correction s'applique

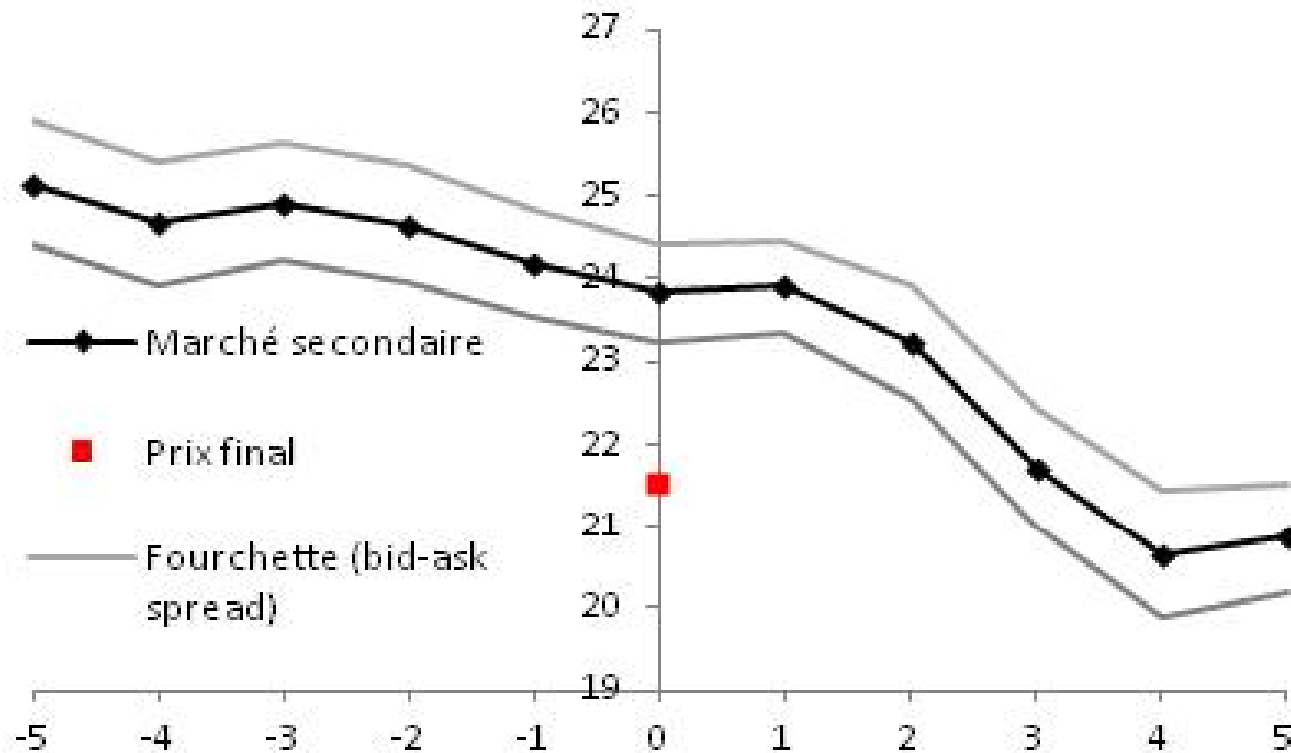
Comparaison des prix de l'enchère et des prix des obligations

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



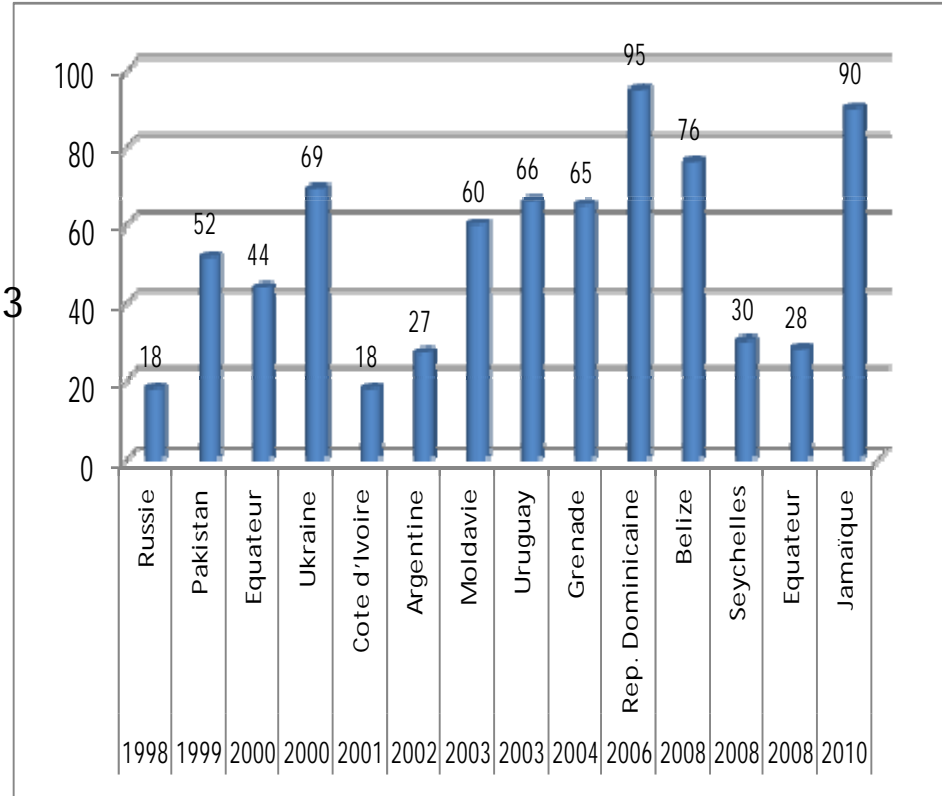
Sources : Bloomberg, Creditex, ISDA, Markit.

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



Taux de recouvrement sur les défauts souverains

- Taux de recouvrement :
- 22% pour la Grèce, faible
- 38% pour la moyenne des 103 enchères de CDS depuis 2005
- 40% pour les entreprises américaines



Conclusion

- **L'échange de la dette grecque du secteur privé s'est effectué de manière ordonnée**
 - 100 mds € de dette ont été annulés → plus grosse restructuration de l'histoire
 - Les effets de contagion maximum à l'été 2011 ont ensuite décru
 - Le VLTRO a contribué à faciliter l'opération

- **Mais la dette grecque reste insoutenable.**
 - Ensuite, en décembre 2012 "buy-backs",
 - Une partie de la dette est détenue par le secteur public (FMI, EFSF, BCE,)

- **Le marché des CDS**
 - Le marché s'est montré résilient au défaut de la Grèce, comme pour celui de Lehman Brothers
 - Les montants nets sont faibles par rapport aux bruts
 - Et par rapport aux pertes sur la dette.