

It's the monetary policy, stupid!

« *It's the economy, stupid* » : la phrase est restée dans les mémoires des américains. Inscrite bien en évidence au QG de campagne de Bill Clinton en 1992, elle devait lui rappeler que la clé de son succès contre G. Bush était de se concentrer sur les questions économiques et de laisser la politique extérieure au président sortant. S'il vous reste un peu de place sur votre bureau, utilisez la pour inscrire bien en vue sur un *post-it* : « *It's the monetary policy, stupid* », tant les questions de politique monétaire, pourtant complexes et mal comprises, vont avoir un rôle crucial sur les marchés financiers dans les mois qui viennent.

Nous ne prenons pas grand risque en affirmant qu'aujourd'hui les quatre principaux sujets de préoccupations des investisseurs sont les suivants (exception faite des débats permanents sur la croissance chinoise ou des BRIC):

- Quelle sera l'issue de la crise des souverains en Europe... (voire aux Etats-Unis) ?
- Quelle sera la politique de la BCE et aura-t-elle un impact important sur l'inflation ou les taux d'intérêts ?
- Qu'arrivera-t-il quand la FED cessera le programme Quantitative Easing 2 ?
- Jusqu'où ira la hausse des *commodities*, en premier lieu de l'or et du pétrole ?

Une compréhension fine des mécanismes monétaires permet d'apporter un éclairage important sur chacune de ces questions. Nous n'irons pas jusqu'à dire, comme Warren Buffet à propos du débat inflation / déflation, qu'il s'agit à chaque fois de « *la décision d'investissement de la décennie* » (« *investment call of a decade* »), mais les enjeux financiers autour de ces questions sont évidemment majeurs.

Cette publication est organisée en différentes sections autonomes qui peuvent être lues séparément. Nous avons cependant souhaité les réunir pour souligner, à nouveau, le rôle majeur de la politique monétaire, véritable fil conducteur.

« *It's the monetary policy, stupid* », Partie I

La dette grecque sera-t-elle restructurée ?

- « *Les états n'ont pas de dette publique, ils ont une politique monétaire* ». C'est parce que les Etats-Unis ou le Japon maîtrisent leur monnaie, que leur solvabilité n'est pas réellement menacée. C'est parce qu'ils ne la maîtrisent plus, que celle des grecs l'est.
- Comment expliquer qu'un pays ayant 400Mds€ de dette, soit 150% du PIB, et un niveau d'excédent primaire nécessaire pour stabiliser la dette quasiment impossible à atteindre, n'ait pas encore fait défaut ?
- La réponse se trouve en partie dans la politique monétaire de l'Eurozone : celle-ci permet, par le biais de la BCE, d'assurer la liquidité de la Grèce. Elle entraîne également des expositions massives des Etats européens sur la Grèce, via le système de paiement Target 2.
- Les enjeux politiques, la cohésion de la zone Euro et la stabilité du système financier européen, justifient également la volonté des états européens d'éviter à tout prix le défaut ou la restructuration forcée.
- Pour autant, la restructuration volontaire et organisée ne doit pas être exclue. Elle constituerait un complément intéressant des mesures d'austérité et de la planche à billets (inflation modérée).
- En examinant les caractéristiques précises de la dette grecque et en nous inspirant des crises passées (Brady bonds), nous exposons en détail comment une telle restructuration pourrait être menée. Pour garantir son succès, cette restructuration devrait comporter deux options possibles permettant aux investisseurs, selon leurs objectifs, de céder leurs obligations grecques ou de les échanger en titres moins risqués. Il semble que la BCE ait stoppé son programme d'achat de dette grecque, ce qui pourrait être un prélude à une offre d'échange (pour éviter de maintenir les cours artificiellement élevés avant l'échange).
- L'impact d'une telle restructuration sur le secteur bancaire européen doit être relativisé. Si les banques grecques sont « *sur le tranchant du rasoir* », les besoins de recapitalisation qui résulteraient d'un *haircut* restent raisonnables (environ 4Mds€ 1% de la dette publique). Les banques étrangères n'ont pas une exposition de nature à mettre en péril leur solvabilité.
- Nous examinons en détail le cas de Dexia, la banque la plus exposée, et concluons qu'une restructuration ne diminuerait pas son ratio de Core Tier 1 en dessous de 10%.

I. « Les états souverains n'ont pas de dette, ils ont une politique monétaire »

« Les états souverains n'ont pas de dette, ils ont une politique monétaire ». Il s'agit là d'une clé essentielle pour comprendre la crise de solvabilité des états de la zone Euro... ou du reste du monde.

Un état qui emprunte dans sa propre devise n'a pas réellement de dette. Il contrôle intégralement la matière première qui lui permet d'honorer ses échéances contractuelles. Sa décision de rembourser est entre ses mains et ne dépend que de sa volonté ou non d'émettre suffisamment de monnaie pour rembourser. Sa décision dépend de facteurs divers, tels que la cohésion et la stabilité de son organisation politique et de ses institutions, son aversion à l'inflation, son désir ou non d'établir sa monnaie comme une monnaie de réserve internationale, son besoin d'achat de devises extérieures (par exemple pour ses importations) *etc.*, mais en aucun cas de sa capacité réelle à rembourser sur la base de *cash-flows* futurs, à l'image d'une entreprise privée.

Prenons l'exemple des Etats-Unis. Avec une dette aussi astronomique et des déficits chroniques, les Etats-Unis ne font guère meilleure figure que l'Espagne ou l'Italie. Mais ils disposent de leur propre monnaie, qui conserve, pour l'instant, un statut de devise de référence internationale. Pour rembourser, le gouvernement fédéral n'a qu'à émettre de nouveaux dollars, avec le soutien de la Fed : c'est l'image d'« Helicopter Ben » Bernanke larguant des dollars sur les Etats-Unis du haut de son hélicoptère... L'analyse de S&P, qui a récemment mis la notation AAA des Etats-Unis sous « *outlook negative* », est intéressante : le principal argument à l'appui de cette décision réside dans l'incertitude politique et la possibilité (certes très improbable) que le Congrès suive les quelques-uns de ses membres qui privilégient l'hypothèse du défaut et refusent de relever le plafond de la dette publique plutôt que celle de l'inflation ou de la dévaluation du dollar. Naturellement, le scénario le plus probable est une redite plus ou moins explicite des Accords du Plaza de 1985, qui avaient permis aux américains de dévaluer le dollar, notamment de 50% par rapport au Yen, et d'effacer leur déficit commercial. Concluons d'un mot sur les Etats-Unis : si vous ne croyez pas au plan de réduction des déficits sur douze (!!) ans du Président Obama, inutile de perdre votre temps en spéculant sur le CDS américain, pariez plutôt sur la lente perte de souveraineté du dollar et son remplacement par une autre devise ou par l'or physique.

C'est donc autant de leur perte de souveraineté monétaire que de la crise financière et de politiques publiques dépeniées que souffrent aujourd'hui les membres de la zone Euro qui ne parviennent plus à se refinancer sur les marchés. Paradoxalement, c'est aussi là que se trouve leur « chance » de ne pas faire défaut. Leur politique monétaire est devenue quasiment indissociable de celle des autres pays de l'Union et ceux-ci se sentent en grande partie tenus d'assurer la solvabilité des membres de la zone Euro, pour différentes raisons que nous détaillons plus loin.

II. "Quand on parle pognon, à partir d'un certain chiffre, tout le monde écoute." (Michel Audiard).

Revenons à présent à des considérations plus immédiates que le CDS américain et le risque de défaut des Etats-Unis. Le sujet de la dette grecque revient sous les feux de l'actualité : après être passée par l'Irlande et le Portugal, la crise des souverains revient en Grèce et tout le monde se demande si la Grèce pourra éviter de restructurer sa dette ou si cette restructuration interviendra avant ou après 2013.

Or, comme disait le regretté Michel Audiard, « *Quand on parle pognon, à partir d'un certain chiffre, tout le monde écoute* ». Quand on parle de 400Mds€, tout le monde écoute et les marchés ne parlent à nouveau plus que de la restructuration de la dette grecque.

Lors de sa venue en Grèce, le FMI avait réalisé une analyse de la soutenabilité de la dette grecque, condition *sine qua non* pour octroyer ce qu'on appelle dans le jargon du FMI un « *accès exceptionnel* », qui ne peut être accordé que si plusieurs conditions sont remplies : (a) il existe un important besoin de financement non couvert (b) la dette est jugée soutenable à moyen terme, (c) le FMI estime que le pays pourra retrouver l'accès au marché de capitaux et (d) les chances de succès du programme d'ajustement sont élevées. Le FMI a conclu positivement sur tous ces points, ce qui montre que la dette grecque est jugée soutenable. Le scénario officiel de l'Eurozone et du FMI est donc un « *happy end* » : les états de l'Eurozone, la BCE et le FMI dissiperont la crise de liquidité, la croissance repartira, les déficits grecs diminueront et petit à petit le pays retrouvera la confiance des marchés et réduira sa dette. Ce scénario central, qui

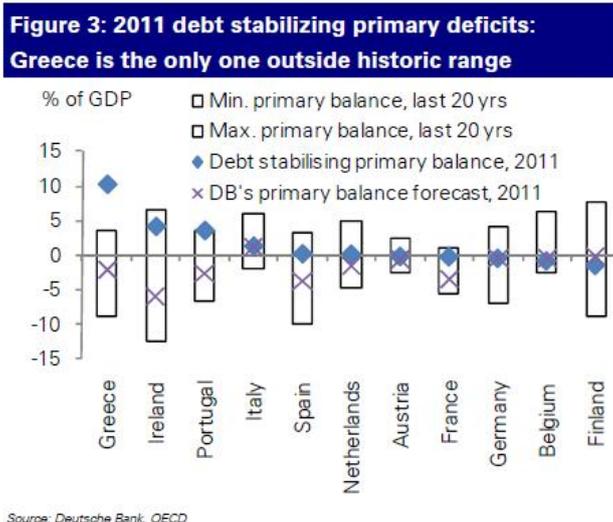
Alternative Investments

a encore été confirmé par M. Regling, le patron de l'EFSF, le 2 mai 2011, est résumé par le tableau suivant, tiré du rapport du FMI.

Greece: Medium-term fiscal strategy (Percent of GDP)								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Passive without measures								
Revenue	40.6	36.9	40.0	39.0	38.5	38.2	37.2	36.3
Noninterest expenditure	43.7	45.4	44.9	46.6	46.5	46.0	43.9	42.5
Measures cumulative								
Primary balance	-3.2	-8.6	-2.4	-0.9	1.0	3.1	5.9	6.0
Interest	4.6	5.0	5.6	6.6	7.5	8.1	8.4	8.1
Overall balance	-7.7	-13.6	-8.1	-7.6	-6.5	-4.9	-2.6	-2.0
Cyclical fiscal balance	-5.9	-10.0	-2.4	0.8	2.8	4.6	7.2	7.1
General government debt	99	115	133	145	149	149	145	139

Sources: Greek authorities; and Fund staff projections.

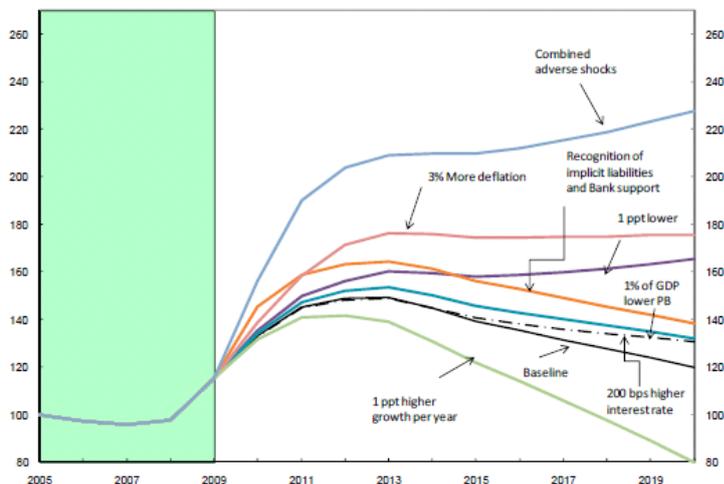
Hélas, ce scénario n'est pas sans risque tant « *il est malaisé de corriger en un jour une folie qui date de loin* » comme le disait Ménandre le Carthaginois, il y a plus de 2000 ans. De nombreuses études illustrent la situation désastreuse des finances grecques : niveau de la dette et du déficit, niveaux des rendements des emprunts souverains, déficit commerciaux, tous ces paramètres sont bien au-delà des seuils qui ont conduit d'autres pays au défaut. Sans aller jusqu'à comparer la Grèce à l'Argentine ou à la Côte d'Ivoire, Deutsche Bank a proposé une comparaison éclairante avec les autres pays de l'Union qui démontre la spécificité de la situation grecque.



Dans la zone Euro, la Grèce est le seul pays qui doit parvenir, pour stabiliser sa dette, à un excédent primaire très largement supérieur à son maximum historique depuis 20 ans. (Et oui, vous avez bien lu le graphique, le seul pays qui ne connaisse pas le concept d'excédent primaire, c'est la France).

Le FMI est d'ailleurs conscient des risques qui pèsent sur le programme d'ajustement, comme en témoigne le graphe ci-dessous, également tiré de son rapport, qui indique les chemins possibles suivis par la dette publique grecque, dans différents scénarios - certains font peur à voir :

Figure A1. Greece: Public Debt Sustainability Analysis (Percent of GDP)



Alors, quelle est l'explication du mystère ? Pourquoi le pays n'a-t-il pas encore fait défaut et comment maintient-il ses finances à flot ? La réponse est simple : « *It's the monetary policy, stupid!* ». Le rôle de la politique monétaire est double :

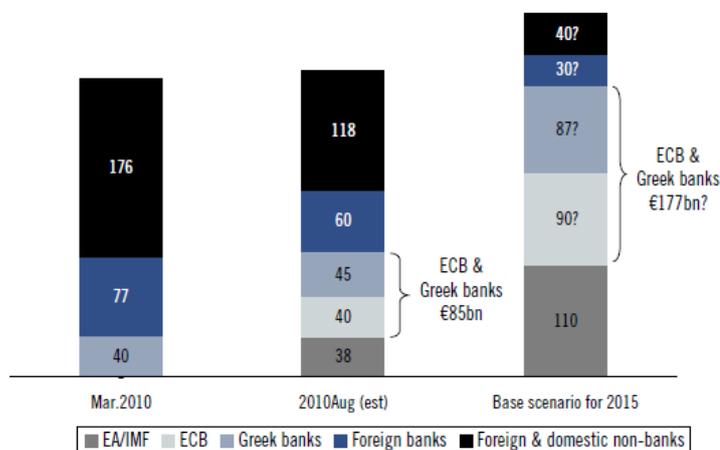
- Tout d'abord, il assure une liquidité à l'état, via les banques. Le mécanisme est maintenant bien connu : l'état peut emprunter auprès des banques et celles-ci peuvent alors se retourner vers la BCE pour refinancer ces dettes. Tant que la BCE accepte la dette grecque en collatéral, cette mécanique n'a pas de limite. Il n'est pas si simple pour la BCE de refuser la dette grecque en collatéral. Faute de trouver des actifs de substitution, les banques grecques se trouveraient dans une impasse de liquidité majeure qui pourrait entraîner un "bank run" et une cascade de faillites dans le système bancaire grec. En outre, cela interdirait quasiment tous les mouvements de capitaux entre la Grèce et le reste de la zone Euro, sortant ainsi *de facto* la Grèce de la zone Euro, pour des raisons que nous détaillons plus bas. A cette liquidité bancaire vient s'ajouter le programme d'achat d'obligations grecques par la BCE : on estime qu'à ce jour la BCE détient plus de 10% de la dette obligataire grecque.
- Le second rôle, moins bien connu, est tout aussi crucial : le mécanisme de paiement de l'Eurozone, Target 2, induit une exposition massive au risque de crédit souverain pour les autres membres de la zone. Nous avons eu, sur ce sujet, des discussions approfondies avec le Pr. Whittaker, de l'Université de Lancaster, un spécialiste des questions monétaires. Il ressort de ses conclusions que tant que la banque centrale grecque fait partie de l'Eurozone elle peut emprunter indéfiniment aux autres banques centrales de la zone Euro pour financer ses banques ou son gouvernement, faisant ainsi porter le risque de crédit aux Etats respectifs et notamment à la France et à l'Allemagne. Ces créances et dettes réciproques ne proviennent pas uniquement d'opérations de financements spécifiques, mais aussi des simples mouvements de cash intracommunautaires que les banques réalisent pour le compte de leurs clients. Ainsi, si la BCE décidait de refuser de prendre du risque sur la banque centrale grecque (ou l'état grec) les banques grecques ne pourraient plus accéder à Target 2 et les mouvements de capitaux hors de Grèce ne pourraient plus se faire qu'avec des Euros fiduciaires (des mallettes de billets, en clair). Cela ne stopperait pas pour autant les expositions au risque grec, puisque les mouvements de devises fiduciaires sont enregistrés par les banques centrales comme « *Créances résultantes de l'allocation des billets Euros* ». Pour éliminer ce risque de crédit, la seule possibilité serait de refuser les Euros émis spécifiquement par la banque centrale grecque dans le reste de l'Europe, ce qui est techniquement possible au moyen des numéros de série, mais revient à sortir la Grèce de l'Euro... Cette dette monétaire grecque est déjà proche de

90Mds€ et il y a pire : la crainte d'un défaut de la Grèce et d'une cascade de faillites bancaires en Grèce entrainerait immédiatement une fuite des capitaux grecs vers le reste de la zone Euro, avec pour conséquence instantanée et mécanique une augmentation de l'exposition des autres banques centrales sur la banque centrale grecque. Celle-ci subirait des pertes massives et la BCE aurait un choix cornélien à faire : éponger les pertes de la banque centrale ou la forcer à sortir de l'Euro... et subir probablement des pertes encore plus importantes. Le choix serait vite fait. En un mot comme en cent, le mécanisme de politique monétaire mis en place à la naissance de l'Euro fonctionne sur l'hypothèse d'une solvabilité indéfinie des membres de la zone Euro.

Les enjeux de la solvabilité de la Grèce vont donc bien au-delà de la soutenabilité macroéconomique de sa dette. Ils sont au nombre de six :

- L'importante exposition des banques européennes à la Grèce et de la crainte de déclencher une nouvelle crise « à la 2008 ». Nous pensons toutefois que ce risque est surestimé (cf. ci-dessous).
- L'importante exposition des états de la zone Euro à la Grèce. Nous avons estimé que l'exposition de l'Allemagne (Etat et entités publiques) à la Grèce est proche de 100Mds€ en incluant la partie « politique monétaire / Target 2 » de cette exposition. Quand on se limite à la dette financière, excluant les dettes « politiques monétaires / Target 2 », les chiffres restent impressionnants, comme en témoigne le graphique ci-dessous (source : Citi). A la vue de ces chiffres, on a du mal à comprendre comment une restructuration pourrait permettre au contribuable allemand d'économiser de l'argent ...

Figure 14. Greece Debt Ownership – Current (March & August 2010) and Base Scenario for 2015 (€m)



Source: Citi Investment Research and Analysis

- Le risque de contagion. Une restructuration forcée ou un défaut aurait un effet de contagion immédiat sur le Portugal et l'Irlande, leur coupant durablement tout accès aux marchés de capitaux et forçant les institutions publiques de l'Eurozone à encore augmenter leurs expositions. Plus grave, la situation actuelle de l'Espagne, qui semble épargnée par le risque de contagion et devrait parvenir à remettre de l'ordre dans le secteur des Cajas, serait remise en cause.
- La crédibilité politique. Prenons un peu de recul sur la situation actuelle et revenons sur les vingt années passées de construction européenne : (a) l'Euro est la pierre angulaire de la construction européenne, (b) la

Alternative Investments

BCE a toujours soutenu *mordicus* que sa politique monétaire était adaptée à tous les pays de la zone (“*one size fits all*”), (c) Eurostat a formellement approuvé les comptes grecs et en particulier les swaps exotiques qui lui sont maintenant reprochés (d) la Grèce faisait partie du pacte de stabilité, ses comptes étaient suivis par la Commission et l'Ecofin et les autres Etats européens n'ont jamais imposé de sanctions à la Grèce. Dans ce contexte, comment les états de l'union pourraient-ils se dédouaner de la situation actuelle et demander aux marchés financiers de subir une perte qui leur est en réalité très largement imputable?

- En l'absence d'excédent primaire¹, le défaut de la Grèce signifierait très probablement une sortie de la zone Euro (et peut être de l'Union²). Comment, sinon, payer les fonctionnaires et les diverses « factures » de l'Etat sans accès aux marchés de capitaux et sans la capacité de battre monnaie? C'est donc aussi l'existence de la zone Euro qui est en jeu. Pour un pays qui importe 33% de son PIB, cette sortie de l'Euro aurait des conséquences dévastatrices.
- Enfin, le dernier argument, qui est le moins bon sur le plan économique, est peut-être celui qui emportera l'adhésion de tous les dirigeants européens : le défaut ou la restructuration forcée déclencherait les CDS ce qui "récompenserait" les "spéculateurs", le scénario honni des dirigeants et régulateurs.

III. *Fin de partie : "il faut continuer, je ne peux pas continuer, je vais continuer"*

Quels sont alors les scénarios de fin de partie possible ?

Poursuivant dans notre veine « littéraire », nous serions tentés de simplement citer Beckett « *il faut continuer, je ne peux pas continuer, je vais continuer* » et de placer ces mots dans la bouche de l'agent comptable du trésor hellénique chargé du paiement des coupons... Mais rentrons malgré tout dans le détail.

a. La planche à billets

Si la Grèce ne contrôle plus sa monnaie, la zone Euro dans son ensemble la contrôle toujours et peut agir comme le font les américains, les anglais ou les japonais. Le scénario le plus probable reste la planche à billets : une politique monétaire accommodante pourrait permettre de réduire le poids de la dette. Ce scénario est d'autant plus réaliste que le problème de la dette publique ne se limite évidemment pas à la Grèce ou aux « périphériques » tant les chiffres français ou même allemands sont peu reluisants - Eurostat vient d'ailleurs de réintégrer les structures de défaillance bancaire allemandes dans les comptes publics, avec un impact supérieur à 200Mds€ De nombreux économistes, influencés par des décennies d'indépendance des banques centrales et une sous-utilisation des capacités de production, estiment que l'inflation n'est pas possible. Sans remonter jusqu'aux assignats et à la Caisse de l'Extraordinaire, l'histoire nous enseigne cependant qu'elle a toujours été la solution aux dettes publiques trop importantes. « *Les états n'ont pas de dette publique, ils ont une politique monétaire* »... Les niveaux actuels d'inflations sont très bas et les états de la zone Euro ont une marge de manœuvre importante. Rapporté aux PIB respectifs, le programme de rachat d'obligations de la banque d'Angleterre est dix fois plus important que le programme de la BCE ! Les risques hyper-inflationnistes sont donc inexistantes et une inflation modérée, à 3% ou 4%, aiderait grandement à résorber les dettes publiques, faisant porter le coût à la zone Euro dans son ensemble, mais aussi aux détenteurs d'Euros de par le monde, de même que QE2 est une sorte d'impôt mondial américain sur les détenteurs de dollars.

Toutefois, dans le cas grec, l'inflation ne suffira pas. Le FMI a étudié l'impact de l'inflation grecque (ou plus précisément de l'écart avec l'inflation européenne) sur la dette publique et, à l'horizon 2020, les effets ne dépassent pas une vingtaine de points de PIB. Un chiffre non négligeable, mais qui, dans le cas grec, n'est pas suffisant.

b. La subvention publique

¹ En présence d'un excédent primaire, on ne voit pas bien pourquoi la Grèce ferait défaut...

² Dans l'état actuel des Traités il n'est pas possible de sortir de l'Euro sans sortir de l'Union européenne, cf. notre étude « Impact de la crise grecque sur le marché du Tier 1 » de Mai 2010 sur les conséquences d'une sortie de la zone Euro.

Alternative Investments

Nous l'avons vu ci-dessus, Citi estime qu'en 2015 les entités publiques détiendront 290Mds€ de dette publique grecque (en incluant les créances détenues par les banques grecques et apportées en garantie à la BCE), soit plus de 80% de la dette. Un scénario possible est une remise de dette de la part du secteur public (banques grecques incluses), à l'image de ce qui se pratique dans le cadre du Club de Paris pour des pays en difficulté financière. Pour des raisons politiques, une telle remise de dette ne se ferait certainement pas par une réduction immédiate du nominal, mais on peut imaginer un reprofilage de la dette conduisant à un allongement de maturité, une baisse des coupons et, in fine, une substantielle réduction de la valeur actuelle nette de la dette. Toute la difficulté sera évidemment de vendre ce scénario au contribuable allemand, dans la plus grande discrétion possible, peut-être au milieu du mois d'août ou, dans l'euphorie, à l'occasion d'une victoire allemande à la Coupe du Monde 2014.

c. « Euroisation » de la dette

Certains dirigeants européens, notamment MM. Juncker et Berlusconi, militent pour une approche radicale qui tire complètement les conclusions du passage à l'Euro et de l'imbrication totale des échanges économiques et financiers dans la zone Euro : le financement de tous les états de l'Union par des « Eurobonds », garantis solidairement par l'Union dans son ensemble. Il y a une grande logique économique à cette approche, qui ressemble à s'y méprendre à ce que font, à des degrés divers, la plupart des pays européens avec leurs collectivités locales. C'est même la seule approche complètement rationnelle dans une union monétaire aussi intégrée que la zone Euro.

Malheureusement, cette approche manque encore d'une logique politique : les fiscalités ne sont pas harmonisées, les politiques budgétaires ne sont pas réellement supervisées (alors que les politiques budgétaires des collectivités européennes sont généralement très contraintes par le gouvernement central) et la flexibilité et la mobilité du marché du travail n'atteint pas le niveau constaté aux Etats-Unis. C'est une approche qui, malgré tous ses mérites, nécessite donc encore de nombreuses années de construction européenne avant d'être une option réaliste. En attendant, l'Union se contentera des mécanismes de soutien EFSF/ESM, qui en sont une version allégée, limitée aux Etats en difficulté.

Il est toutefois possible que ce scénario d'Euroisation s'applique à la Grèce par le simple jeu du remboursement des échéances obligataires et leur refinancement progressif par des mécanismes européens. La Grèce pourrait se retrouver avec 100% de sa dette détenue par des institutions européennes, le FMI et d'autres états, avec la perte de souveraineté qui en découlerait et une marge de manœuvre très limitée sur sa politique budgétaire. En théorie, l'accord de mars dernier sur l'ESM devrait conditionner ce scénario à un effort du secteur privé, qui pourrait prendre les formes que nous analysons à présent.

d. La restructuration de la dette grecque

La restructuration de la dette grecque est aujourd'hui un scénario qui nous paraît assez probable. Les récentes déclarations d'officiels allemands entreouvrent la porte, même si le premier ministre grec continue à démentir vigoureusement tout scénario de restructuration. Mais le terme de restructuration peut cacher des réalités très différentes qu'il faut analyser en détail pour bien en mesurer les enjeux : défaut, rachats coercitifs, offres d'échanges volontaires, offre de rachat, etc., les scénarios possibles sont très variés et auront des impacts radicalement différents.

Avant d'examiner ces différents cas, il faut décrire précisément la dette grecque qui pourrait faire l'objet d'une restructuration et, comme d'habitude, examiner les prospectus.

Fin avril 2010 la dette obligataire grecque totalisait près de 320Mds€, principalement sous forme d'obligations à plus d'un an (300Mds€) et quasi exclusivement en Euros (avec des résidus en USD, CHF et JPY, pour moins de 2% au total). La dette est très peu détenue par le *retail* (cf. graphique ci-dessus)³. Il suffit donc de se concentrer sur la dette obligataire en Euros. Ces obligations sont à 90% en droit grec, le reste étant principalement en droit anglais.

Quelles sont les principales clauses de ces émissions ?

³ La Grèce vient cependant récemment de demander l'autorisation à la SEC d'émettre auprès de sa diaspora des dettes avec des rendements inférieurs aux rendements de marché. Des porteurs « *retails* » pourraient donc exister à l'avenir.

Alternative Investments

- *CACs* (les fameuses *Collective Action Clauses*). Les émissions en droit grec n'en contiennent pas, les émissions en droit anglais antérieures à 2004 en contiennent avec une super majorité à 66%, 75% pour les émissions postérieures à 2004.
- *Negative Pledge*. Les émissions en droit grec n'ont pas de *negative pledge*. Les émissions en droit anglais ont un *negative pledge* un peu particulier ; pour les émissions antérieures à 2004 le *negative pledge* n'interdit que la dette sécurisée non libellée en Euros et pour les émissions postérieures à 2004, il n'interdit que la dette sécurisée dans un droit étranger (plus intéressant si l'on craint un financement sécurisé octroyé par des institutions internationales, dans un droit étranger).
- Evénements de défaut et accélération. Les clauses de défaut sont assez usuelles, mais les clauses d'accélération et de *cross default* plus inhabituelles : elles ne s'appliquent en gros qu'aux obligations auxquelles le *negative pledge* s'applique. En d'autres termes, un défaut sur une émission en Euros de droit grec (soit 90% du marché de la dette obligataire grecque) n'a pas d'impact (cross-default, accélération) sur les autres dettes. Depuis 2004, les porteurs ne peuvent agir seuls en cas de défaut et un groupe de 25% doit demander le remboursement.

Le cadre étant posé, quelles sont les restructurations envisageables?

1. Défaut ou restructuration coercitive

A première vue, la Grèce est dans une situation juridiquement favorable pour imposer des *haircuts* ou des rachats forcés « à l'irlandaise » puisque 90% de sa dette est en droit grec. C'est d'ailleurs pour cela que les dettes des pays émergents sont rarement en droit local...

En réalité le problème n'est pas si simple. Nous avons déjà évoqué ci-dessus les enjeux colossaux liés à un défaut de la Grèce. S'y ajoutent des difficultés plus techniques :

- Le changement de loi est un pistolet à un coup : jamais plus la Grèce, ni sans doute d'autres souverains *Non Core* de l'Union, ne pourront émettre dans leur droit local car les investisseurs ne l'accepteront plus.
- La validité juridique de cette décision serait discutable. Le droit national, même constitutionnel, n'a plus aujourd'hui la primauté absolue et le droit communautaire comme le droit de la CEDH sont des normes de droit supérieures. Même une modification apparemment mineure, comme l'introduction statutaire d'une CAC qui permettrait, avec l'accord de [75%] des porteurs, de diminuer le nominal de la dette, pourrait être discutée puisque la CEDH et l'article 17 de la Constitution grecque protègent la propriété de manière absolue. La Grèce se verrait confrontée à une avalanche de procès et à l'impossibilité de lever des capitaux pour de nombreuses années, ne serait-ce que du fait des saisies (précisément ce qui s'était passé en Argentine).
- Clauses de *pari passu*. Suite au décaissement de mars dernier, l'encours des prêts de l'Eurozone est de 38.4Mds€. Si le FMI dispose d'un statut de créancier privilégié (dont la nature juridique est toutefois très incertaine), ça n'est pas le cas des prêts européens, avant la mise en place de l'ESM en 2013. Une restructuration signifierait donc une perte de l'ordre de 20Mds€ dont 5Mds€ pour l'Allemagne, quelques mois après avoir décidé d'intervenir pour résorber la crise de liquidité d'un pays dont la dette était jugée soutenable... Autant dire un suicide politique et les choses n'iront pas en s'améliorant, puisque l'exposition augmente avec le temps.
- Recapitalisation de la BCE. La BCE a l'avantage d'acheter les obligations à prix de marché et subirait donc des pertes moins importantes. Une étude récente chiffrait quand même le *Mark to Market* négatif de la BCE sur la dette grecque à 5Mds€ et une restructuration forcée ou un défaut feraient sans doute perdre au moins 10Mds€ de plus, à nouveau à la charge des Etats de l'Union. MM. Trichet et Sarkozy et Mme Merkel auront du mal à accepter cette pilule bien amère...

Alternative Investments

Pour ces raisons, et celles déjà discutées, ce scénario reste pour nous exclu à court terme. On peut cependant tracer un parallèle avec la situation sud-américaine des années 80 et remarquer que les autorités publiques firent alors particulièrement attention à ne pas fragiliser les banques qui détenaient ces dettes. Sept ans après le début de la crise, il fut jugé que les banques avaient eu le temps de gérer ces positions, de les provisionner, de les vendre, de reconstituer des réserves, *etc.*, et la restructuration fut finalement décidée (par le biais des Brady Bonds, en 1989). En d'autres termes, un tel scénario pourrait être imaginé dans 5 à 7 ans, en imaginant que les problématiques monétaires sont également résolues d'ici là et que les Etats européens acceptent la perte. Ce délai est d'ailleurs cohérent avec la nécessité de dégager un excédent primaire avant la restructuration – et nous en sommes encore loin.

2. *Restructuration volontaire négociée*

Les possibilités de restructurations volontaires qui s'offrent à la Grèce sont nombreuses et cette restructuration serait facilitée par trois facteurs : la base d'investisseurs est simple et bien connue, les clauses de *negative pledge* sont peu contraignantes et permettent d'imaginer des solutions créatives (Brady bonds collatéralisés, par exemple) et, pour la dette en droit étranger, des CACs existent déjà.

Examinons les scénarios les plus probables.

(i) Approche Uruguayenne - Viennoise

Cette approche négociée s'inspire de deux précédents : l'initiative de Vienne (explicitement mentionnée dans le *term sheet* de l'ESM), qui a permis de limiter les risques de fuite des capitaux en Europe centrale au début de la crise financière en obtenant des banques qu'elles ne réduisent pas leurs expositions, et la restructuration de la dette uruguayenne qui s'est faite par un simple reprofilage de la dette avec extension des maturités. Il s'agirait donc d'allonger substantiellement la dette existante, de « reprofiler » les coupons (coupons croissants) ou même d'indexer les coupons sur les agrégats macroéconomiques pour inciter la Grèce à remplir ses objectifs. Ceci conduirait à réduire la valeur actuelle nette de la dette, mais sans *haircut* ou diminution du principal.

Cette approche permet de gagner du temps et de résorber la crise de liquidité, mais elle n'a qu'un effet modéré sur les niveaux absolus de dette. Son succès est donc conditionné à celui des réformes structurelles du pays. Notons cependant que la référence explicite à cette approche dans le *term sheet* de l'ESM sous-entend qu'il s'agirait là d'une contribution suffisante du secteur privé et que l'hypothèse a donc une certaine crédibilité.

(ii) Offre d'échange / de rachat

Si restructuration il devait y avoir, le scénario le plus probable, selon nous, serait une offre d'échange volontaire mise en place par le trésor grec avec le soutien de l'EFSF / ESM et du FMI.

Il faut d'ailleurs remarquer que les grecs ont déjà commencé à racheter leur dette : le gouvernement annonçait récemment qu'il avait racheté 2.3Mds€ depuis le début de l'année. Il s'agit là d'un montant très supérieur à la pratique des années précédentes. Naturellement, de tels rachats ne peuvent devenir massifs sans une information complète du marché et sans une coordination européenne.

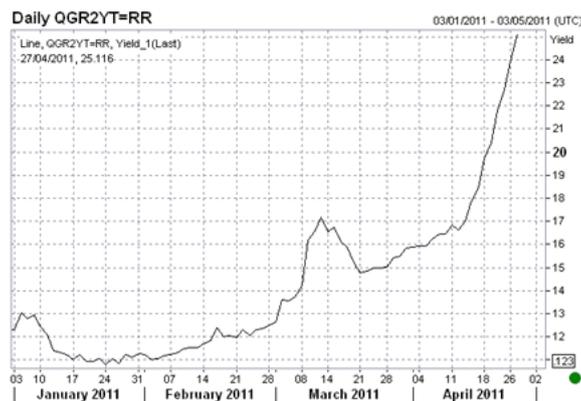
Plusieurs indices laissent supposer qu'une offre d'échange est peut-être actuellement sérieusement envisagée :

- Un début de communication "officielle" sur le sujet : Mr Schaeuble affirmait récemment que les restructurations pré - 2013 seraient volontaires, Die Zeit citait des sources européennes indiquant qu'un haircut de 40% était nécessaire pour rendre la dette soutenable, le récent rapport de la commission évoquait des offres d'échanges et une extension de dette (tout en soulignant que le principal était de mettre en place des réformes structurelles), M. Regling a parlé de « *restructuration en dernier recours* », *etc.*
- La BCE semble avoir abandonné son programme de rachat de dette grecque sur le marché secondaire. La BCE ne communique pas sur ce point, mais il existe un moyen de s'en assurer : la liquidité. Il ne s'échange aujourd'hui qu'une cinquantaine de M€ de dette grecque par jour et la liquidité a été longtemps quasiment

Alternative Investments

exclusivement assurée par les achats de la BCE. Le niveau des achats de la BCE est donc directement corrélé à la fourchette bid/ask sur ce marché et cette fourchette est revenue à son plus haut historique, antérieur à l'annonce du programme de la BCE. Ce point est très important, car la BCE, en achetant la dette grecque, soutenait fortement les prix et réduisait l'intérêt économique d'une offre d'échange. Il aurait mieux fallu prêter l'argent directement aux grecs pour qu'ils rachètent leurs dettes, et c'est peut-être ce qui est en train de se produire.

- Les niveaux de rendements atteignent actuellement les plus hauts historiques, sans signe d'une intervention publique pour améliorer ces niveaux. C'est la bonne façon de faire si l'on est en train de préparer une offre d'échange... (ci-dessous l'évolution du rendement du deux ans sur les derniers mois)



Comment pourrait fonctionner cette offre d'échange / rachat ? Plusieurs paramètres importants doivent être pris en compte :

- Réduire la perte pour les entités publiques européennes (notamment la BCE) qui pourraient y participer ;
- S'assurer du taux de succès le plus important possible et donc proposer des solutions qui conviennent aux différents types d'investisseurs (banques, compagnies d'assurances, fonds, etc.) ;
- Associer les mécanismes de l'Eurozone (EFSF/ESM) et le FMI.

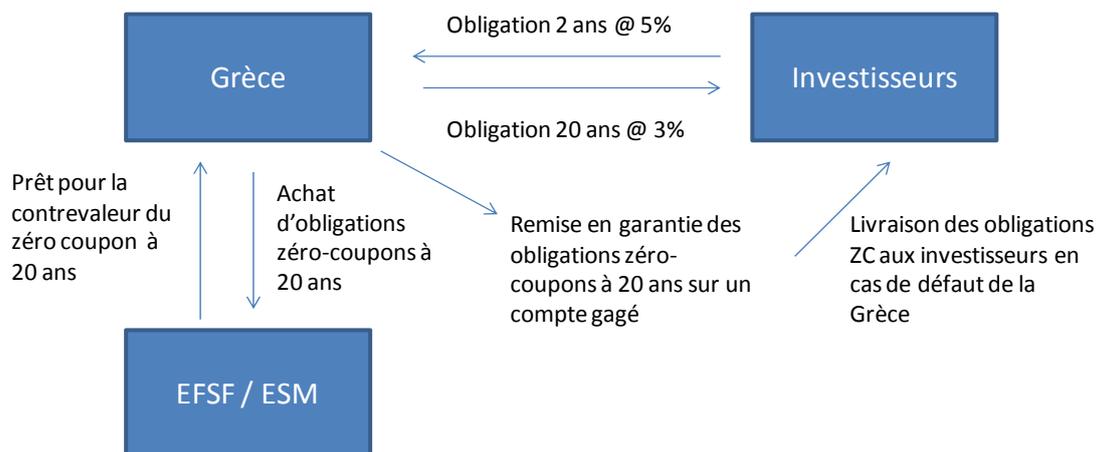
Compte tenu de ce qui précède, voici comment nous ferions si nous étions à la place des ministres des finances de la zone Euro (ce qui n'est, Dieu merci, pas le cas !). Même si la solution finalement retenue n'est pas celle que nous décrivons ici, elle en sera proche et devrait avoir des conséquences similaires. A l'image de ce qui s'est produit lors de l'explosion finale de la crise sud-américaine à la fin des années 80, nous procéderions en deux temps :

- Dans un premier temps, les créanciers et la Grèce (avec ses partenaires européens) discuteraient des termes précis de deux options : pour les créanciers voulant à tout prix réduire leurs expositions, une sortie avec décote, pour les autres une conversion de leurs dettes en nouveaux instruments. Au-delà de la politique de risque de chaque créancier, ce double « package » permettrait d'accommoder des problématiques comptables différentes : les créanciers enregistrant les titres en *Mark to Market* choisiraient sans doute la vente pure, avec une légère prime sur les niveaux de marché, les autres choisiraient la restructuration pour éviter une perte sèche et enregistrer de nouveaux titres à la place des anciens.
- Une fois ces termes arrêtés, tous les créanciers se verraient proposer les deux options. Sans aller jusqu'à des mécanismes coercitifs, on peut imaginer que les dirigeants européens auraient des moyens efficaces de convaincre les grandes institutions de participer au plan.

Alternative Investments

La première option offerte aux investisseurs, principalement destinée aux fonds qui valorisent les actifs à la valeur de marché et aux investisseurs qui souhaitent complètement sortir leur risque et qui ne le peuvent pas en raison d'une liquidité réduite, serait réalisée avec un mécanisme d'échange pivotant autour de l'EFSF, à la fois pour impliquer les institutions européennes et pour éviter de lever sur les marchés des montants de cash trop importants. Supposons que le prix de marché d'une obligation grecque est de 60 euros. Chaque investisseur se verrait offrir [62-65] euros d'obligations EFSF, avec un coupon fixé en fonction du prix de marché de la dette de l'EFSF, en échange de son obligation grecque. Le gain pour les finances publiques grecques serait de 35-38%, éventuellement à partager avec l'EFSF.

La seconde option offertes aux investisseurs, principalement destinée à ceux qui ne souhaitent pas « sortir », pour des raisons comptables ou autres, serait plus complexe à structurer et s'inspirerait du mécanisme mis en place sur les Brady Bonds. En échange de leurs expositions (qu'elles soient sous forme obligataire ou non), les investisseurs recevraient une nouvelle obligation de l'Etat grec, avec une maturité plus éloignée et un coupon réduit, conduisant à une diminution importante de la valeur actuelle nette. Ces obligations seraient sécurisées, sur le principal uniquement, par des émissions zéro-coupons émises par l'EFSF sur la même maturité, afin de justifier la restructuration et la baisse du taux, et de permettre notamment aux banques de ne pas enregistrer de perte comptable. Souvenons nous que les clauses de *negative pledge* très laxistes ou inexistantes des obligations grecques permettent précisément de réaliser une telle opération. Ce schéma, très proche du schéma des Brady Bonds, est illustré ci-dessous. Il a, pour les banques notamment, une autre vertu, très appréciée lors de la crise des Bradys : celle de transformer des créances structurées complexes et illiquides (notamment les fameux « swaps » toxiques) en actifs obligataires liquides, notés, cotés, etc.



(Les taux indiqués dans le schéma sont naturellement très indicatifs)

La mise en place d'une telle restructuration est complexe, nécessiterait une importante coordination entre le gouvernement grec et les institutions internationales et devrait être menée dans la plus grande confidentialité pour éviter toute hausse des cours avant l'opération. Nous pensons cependant qu'elle est réalisable en quelques mois. Son succès dépendrait principalement de critères techniques, et notamment de l'attention qui est portée à la situation comptable de certains investisseurs. A l'image de ce qui s'était produit en novembre 2008 sur les *subprimes* et autres « actifs toxiques », on peut imaginer que le board IAS autorise un traitement ad-hoc sans impact P&L dans le cadre d'une offre d'échange⁴.

Pour nous résumer, compte tenu des enjeux considérables, nous pensons que la crise grecque se dénouera par une combinaison de facteurs : un peu d'inflation, une politique d'austérité, une gouvernance et une surveillance européenne renforcées et (peut-être) une restructuration volontaire de la dette suivant le schéma que nous avons décrit. Compte tenu des enjeux politiques, du risque de contagion, de l'exposition des pays « Core » (Allemagne et France) et des contraintes liées à la politiques monétaire et au fonctionnement de l'Euro, l'hypothèse du défaut ou de la restructuration coercitive nous paraît très improbable, voire exclue.

IV. Et les banques ? « La guerre de Troie n'aura pas lieu »

Revenons à notre sujet de préoccupation principal, le système bancaire européen, et interrogeons-nous sur l'impact d'une restructuration de la dette grecque sur les grandes banques européennes.

1. Chiffrer l'exposition des banques

Quelles sont les sources de données utilisables pour chiffrer l'exposition des banques et l'impact d'une restructuration ? Les stress tests bancaires, du CEBS comme de l'ABE, ne considèrent pas le défaut des souverains européens comme une hypothèse crédible et ils ne sont donc pas d'un grand secours. Leur seule vertu est d'avoir forcé les banques à publier des chiffres d'expositions consolidées, pays par pays, qui fournissent une première base de travail. Autre source utilisable, les données de la BRI, mais qui ne permettent pas de distinguer les expositions au secteur public et au secteur privé et qui souffrent de lacunes méthodologiques importantes. Enfin, les informations financières publiées par chaque banque donnent parfois des éléments chiffrés précis.

- Les banques européennes ont 154Mds USD d'exposition aux entités grecques (BRI Q3 2010), en baisse de 24Mds USD sur six mois. Ce chiffre comprend le bilan des filiales grecques des groupes bancaires étrangers et tous les financements spécialisés et sécurisés réalisés en Grèce, notamment en *shipping*. La baisse importante observée en six mois montre que les établissements européens sont de train de gérer activement leurs expositions sur ce pays et c'est pourquoi nous pensons qu'il faut principalement se préoccuper des expositions souveraines (l'exposition sur les banques grecques est faible).
- L'exposition sur le secteur public des grandes banques étrangères est de l'ordre de 25Mds€ (hors banques grecques).
- L'exposition souveraine des banques grecques est d'environ 35Mds€

2. Impact de la restructuration

Examinons à présent l'impact d'une restructuration. Peu importe que celle-ci soit volontaire ou non : pour être conservateurs nous ferons l'hypothèse que les banques participent à la restructuration. Ce qui compte, c'est donc le prix final des obligations et le traitement comptable et réglementaire de l'opération.

A. L'avenir des banques grecques : « Leur sort à tous est sur le tranchant du rasoir »

S'agissant des banques grecques, quoi de plus naturel que de citer Homère : "*Leur sort à tous est sur le tranchant du rasoir*". (L'Illiade, X, 173). En effet, les sept principales banques grecques détiennent environ 35Mds€ de risque souverain, sous la forme d'obligations et d'emprunts, soit près de 175% du *shareholder equity* estimé pour 2012. Nul besoin de rentrer dans les arcanes des traitements comptables et réglementaires de ces expositions pour comprendre qu'une restructuration forcée aurait des conséquences désastreuses sur le système bancaire grec. Plus grave : la très grande majorité (environ 32Mds€) de ces expositions ne sont pas enregistrées en valeur de marché (ni en P&L ni en fonds propres, cf. ci-dessous), mais à une valeur historique comprise entre 87% et 95% selon les banques. Participer à une restructuration à un prix proche des prix de marché coûterait à ces banques près de 8Mds€ après impôts, près de 40% de leur *equity* et une recapitalisation massive serait indispensable. Notons quand même qu'au total, le système bancaire continuerait à respecter les ratios réglementaires car le ratio Core Tier 1 se situerait environ à 6%). Citi a réalisé une étude pour mesurer l'impact de la décote éventuelle sur les ratios de Tier 1 des banques grecques : ce ratio chute de 1.8% pour chaque tranche additionnelle de 10% de décote. Partant d'un point de départ de 10.9%, le système parvient à absorber une décote de 40% (CT1 à 5.3%), mais 50% constitue un point de rupture (CT1 à 3.5%). Sur le fil du rasoir...

⁴ Dans le cadre IFRS actuel, pour qu'une offre d'échange ne conduise pas à un impact P&L elle doit respecter un certain nombre de critères qui pourraient ici être difficiles à satisfaire.

Alternative Investments

Il n'en reste pas moins que le problème n'est pas insurmontable : une décote de 40% entrainerait un besoin de recapitalisation de 4Mds€ pour revenir au ratio Bâle III de 7%, soit une dilution de 20%. Les banques grecques ont déjà levé des montants importants depuis le début de la crise et il n'est pas exclu que le secteur privé absorbe ces recapitalisations, dans une situation qui reste très différente de l'Irlande et de ses banques transformées en trous noirs. Si tel n'était pas le cas, la restructuration inclurait certainement un *package* de recapitalisation des banques, pour des sommes qui restent modestes au regard du stock total de dette dont il est question (1% de la dette publique).

B. Les banques européennes : "Beaucoup de bruit pour rien" ?

Examinons à présent le cas des banques européennes. Citi a réalisé un remarquable travail de synthèse que nous reproduisons ici.

Figure 19. European Banks – Exposure to Greek Government Debt and Capital Impact from Haircuts

Domicile	Bank	RIC	Greece Exposure € mm	S/H Equity 2010A, €mm	Greece Exposure % S/H Equity	Haircut				Equity Tier 1		RWA 2010A, €mm	ET1 Ratio 2010A, %	Capital Impact (bps)			
						30%	40%	50%	60%	2010A, €mm	2010A, €mm			30%	40%	50%	60%
Austria	Erste	ERST.VI	757	11,821	6.4%	170	227	284	341	9,274	103,950	8.9%	-16	-22	-27	-33	
Austria	RBI	RBIV.VI	19	9,084	0.2%	4	6	7	9	5,913	89,098	6.6%	0	-1	-1	-1	
Belgium	Dexia	DEXIBR	3,462	8,945	38.7%	779	1,039	1,298	1,558	17,002	140,834	12.1%	-55	-74	-92	-111	
Belgium	KBC	KBC.BR	600	11,147	5.4%	135	180	225	270	6,923	132,034	5.2%	-10	-14	-17	-20	
Denmark	Danske Bank	DANSKE.CO	0	14,049	0.0%	-	-	-	-	11,084	113,246	9.8%	0	0	0	0	
France	BNP Paribas	BNPP.PA	5,018	74,632	6.7%	1,129	1,505	1,882	2,258	55,292	601,000	9.2%	-19	-25	-31	-38	
France	BPCE	CNAT.PA	1,185	15,800	7.5%	267	356	444	533	11,700	147,900	7.9%	-18	-24	-30	-36	
France	CASA	CAGR.PA	655	45,973	1.4%	147	197	246	295	31,400	371,700	8.4%	-4	-5	-7	-8	
France	SocGen	SOGN.PA	2,900	40,967	7.1%	653	870	1,088	1,305	28,458	334,800	8.5%	-19	-26	-32	-39	
Germany	DBK	DBK.Gn.DE	1,082	48,843	2.2%	246	328	410	491	29,972	352,000	8.5%	-7	-9	-12	-14	
Germany	Postbank	DPB.Gn.DE	1,337	5,758	23.2%	301	401	501	602	3,670	70,885	5.2%	-42	-57	-71	-85	
Hungary	OTP	OTPB.BU	0	4,676	0.0%	-	-	-	-	3,489	21,571	16.2%	0	0	0	0	
Italy	BP	BAPO.MI	89	13,406	0.7%	20	27	33	40	6,120	91,876	6.7%	-2	-3	-4	-4	
Italy	Intesa	ISP.MI	828	53,533	1.5%	186	248	311	373	26,240	332,200	7.9%	-6	-7	-9	-11	
Italy	MPS	BMPS.MI	35	17,156	0.2%	8	11	13	16	6,592	109,238	6.0%	-1	-1	-1	-1	
Italy	UBI	UBI.MI	25	11,061	0.2%	6	8	9	11	6,593	94,307	7.0%	-1	-1	-1	-1	
Italy	Unicredit	CRDI.MI	801	69,566	1.2%	180	240	300	360	38,945	451,469	8.6%	-4	-5	-7	-8	
Poland	PKO BANK	PKOB.WA	0	5,384	0.0%	-	-	-	-	4,023	35,612	11.3%	0	0	0	0	
Spain	Bankinter	BKT.MC	0	2,580	0.0%	-	-	-	-	1,958	30,974	6.3%	0	0	0	0	
Spain	BBVA	BBVA.MC	293	36,937	0.8%	66	88	110	132	27,859	313,327	8.9%	-2	-3	-4	-4	
Spain	Popular	POP.MC	0	7,520	0.0%	-	-	-	-	8,839	93,747	9.4%	0	0	0	0	
Spain	Sabadell	SABE.MC	0	5,478	0.0%	-	-	-	-	4,963	60,525	8.2%	0	0	0	0	
Spain	Santander	SAN.MC	300	82,431	0.4%	68	90	113	135	53,205	604,885	8.8%	-1	-1	-2	-2	
Sweden	Nordea	NDATV.HE	249	24,538	1.0%	56	75	93	112	19,473	185,100	10.5%	-3	-4	-5	-6	
Sweden	SEB	SEBa.ST	151	11,080	1.4%	34	45	57	68	9,727	79,712	12.2%	-4	-6	-7	-9	
Sweden	SHB	SHBa.ST	0	9,839	0.0%	-	-	-	-	8,192	59,231	13.8%	0	0	0	0	
Sweden	Swedbank	SWEDa.ST	0	10,578	0.0%	-	-	-	-	8,366	60,254	13.9%	0	0	0	0	
UK	Barclays	BARC.L	466	59,304	0.8%	105	140	175	210	49,979	464,134	10.8%	-2	-3	-4	-5	
UK	HSBC	HSBAL	2,516	99,365	2.5%	566	755	943	1,132	86,787	824,480	10.5%	-7	-9	-11	-14	
UK	Lloyds	LLOY.L	0	53,711	0.0%	-	-	-	-	48,161	473,860	10.2%	0	0	0	0	
UK	RBS	RBS.L	2,412	87,610	2.8%	543	724	905	1,085	57,498	539,426	10.7%	-10	-13	-17	-20	
Total			25,189	952,771	2.6%	5,668	7,557	9,446	11,335	687,699	7,383,375	9.3%	-8	-10	-13	-15	

Source: CEBS, Company Reports, CIRA

A la lecture de ce tableau deux conclusions s'imposent :

- L'exposition du secteur dans son ensemble reste très modérée et une restructuration en elle même n'aura pas d'impact majeur sur les comptes des banques. L'exposition représente 2.6% du *shareholder equity* et même un "haircut" massif (60%) ne réduirait le ratio *Core Tier 1* que de 0.15%. Pas l'épaisseur du trait, mais presque.
- Deux banques sortent manifestement du lot : Dexia et Deutsche Postbank avec 39% et 23% de *shareholder equity* exposé. Pourtant, même dans le cas de Dexia, un haircut de 60% n'aurait pas un impact réhibitoire sur le *Core Tier 1* : une simple baisse de 1.1%.

Pour illustrer à quel point l'exposition des banques européennes à la Grèce est "gérable", concentrons nous sur le cas de Dexia, la banque la plus exposée (d'autant que DPB fait maintenant partie du groupe Deutsche Bank et DB recapitaliserait certainement sa filiale si nécessaire, au besoin sous la pression amicale de la Bafin).

L'analyse de l'impact d'une restructuration sur les comptes de Dexia, passe malheureusement par un peu de théorie comptable. Une banque peut enregistrer ses expositions "fixed income" dans quatre catégories comptables distinctes :

- *Mark to market* (MtM, portefeuille de trading), généralement réservée aux actifs de marché, liquides (obligations de l'état grec, GGB) : les variations du cours des titres passent directement par le compte de résultat.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Alternative Investments

- *Held to Maturity (HtM)* : s'applique aux titres et créances que la banque s'engage à conserver jusqu'à échéance. Les actifs sont enregistrés au prix d'achat et le profit est linéarisé (taux d'intérêt effectif). Les variations de la valeur de marché n'ont aucun impact et ce n'est qu'en cas de provisions ou de vente que l'on passe une perte par le compte de résultat. Cette catégorie est très peu utilisée car elle est très contraignante : la vente prématurée d'un seul actif conduit à requalifier tout le portefeuille détenu en HtM avec des conséquences comptables qui peuvent être énormes.
- *Loans and Receivables (L&R)* : ces actifs sont enregistrés comme les actifs en HTM, mais la catégorie n'est ouverte qu'aux actifs qui ne sont pas des titres et ne sont pas échangés sur un marché organisé. Il s'agit principalement des prêts.
- Enfin, la dernière catégorie est celle des *Available for Sale (AFS)*, ou actifs disponibles à la vente : les variations de cours des titres ne passent pas par le compte de résultat, mais directement par le compte de capital. En d'autres termes, une baisse de 10% du prix sur une position de 100M€ n'a pas d'effet sur le compte de résultat mais diminue les fonds propres de 10M€

Une dernière subtilité : sur le plan réglementaire, pour les titres de dette, les variations de capitaux propres liées aux titres enregistrés en AFS, qu'elles soient positives ou négatives, sont éliminées des fonds propres réglementaires, mais seront réintégrées progressivement à partir de 2014 dans les normes Bâle III.

On comprend le rôle de la classification comptable dans la problématique de la dette grecque. Si les actifs sont classés en L&R ou HTM (cas des banques grecques) une restructuration avec décote entraîne une perte et une diminution des fonds propres. S'ils sont enregistrés en MtM il n'y a (quasiment) pas d'impact puisque la baisse des cours est déjà dans les comptes, sauf, bien sûr, si la restructuration est à un prix inférieur au prix de marché - mais l'effet est de second ordre. Enfin, si les actifs sont en AFS, la restructuration entraîne une perte. Cette perte ne diminue pas les fonds propres comptables (hors fiscalité), mais diminue les fonds propres réglementaires (jusqu'en 2014).

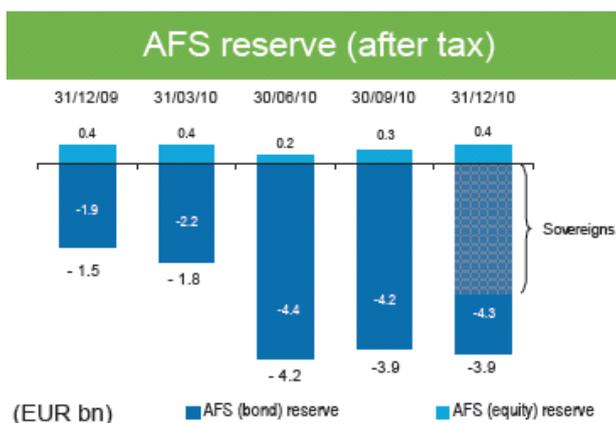
Revenons au cas de Dexia. Selon la dernière mise à jour de son exposition au format CEBS, Dexia a 3.7Mds€ d'exposition souveraine grecque, quasiment exclusivement en *banking book*, c'est à dire pas à la valeur de marché. Quelle est la part de titres, de prêts et d'actifs en AFS, L&R ou HTM ? L'estimation est doublement compliquée puisque le PDG de Dexia a explicitement affirmé qu'il ne communiquerait pas sur le sujet et Dexia, en Novembre 2008, a reclassifié près de 100Mds d'actifs d'AFS en L&R, sans donner de détails sur le portefeuille transféré ! Mais avec un peu de recherche et d'astuce, on peut avoir les idées relativement claires.

En présentant les comptes de juin 2010, Dexia indiquait que 3.1Mds€ de titres obligataires étaient passés de la catégorie A à la catégorie BBB, principalement du fait du *downgrade* de la Grèce. L'exposition de Dexia est donc probablement constituée de 3Mds de titres obligataires (GGB), le solde (700M€) étant sans doute du financement de projet et, marginalement, du crédit ou du swap structuré, enregistré en L&R.

Les 3Mds de titres sont-ils en AFS ou en L&R ? Nous pensons qu'ils sont en AFS, pour trois raisons principales :

- Lors du reclassement en novembre 2008, la problématique souveraine n'existait pas réellement et Dexia n'avait pas de raison d'opérer ce reclassement.
- Les critères permettant le reclassement sont stricts ; en particulier il ne doit pas exister de marché liquide pour les actifs et le reclassement doit résulter de circonstances réellement exceptionnelles (assèchement total de la liquidité sur le marché des subprimes et ABS).
- Enfin, l'évolution des réserves d'AFS de Dexia semble complètement refléter l'élargissement des *spreads* grecs et portugais.

Au Q4 2010, les chiffres indiqués par Dexia étaient les suivants :



L'impact de la crise des souverains est évident, avec une baisse de plus de 2Mds€ depuis fin mars 2010. Les fonds propres actuels de Dexia reflètent donc très largement la chute du cours des GGB. On peut s'en assurer d'une autre manière : Dexia indique qu'en l'absence de reclassification des titres AFS en L&R, la dépréciation supplémentaire des capitaux propres n'aurait été que de 600M€ ce qui est très insuffisant si les 3Mds€ de dette grecque (et la dette portugaise) était en L&R depuis novembre 2008.

Fin 2010, les fonds propres règlementaires Tier 1 de Dexia étaient de 18.4Mds€ Du fait des retraitements règlementaires des pertes non réalisées (AFS) pour plus de 10Mds€, les fonds propres comptables ne sont, eux, que de 10.2Mds€ Nous disposons maintenant de tous les éléments pour estimer l'impact d'une restructuration de la dette grecque sur les comptes de Dexia, en faisant les hypothèses conservatrices suivantes :

- La dette est actuellement valorisée 65% dans les comptes (AFS),
- La dette a été achetée à 100%
- Les 600M€ de dette en L&R sont également restructurés (peu probable)
- Les modalités de la restructuration ne permettent pas d'éviter un impact P&L (dans le cas contraire, l'impact serait minime)

Poste comptable	Haircut 40%	Haircut 50%	Haircut 60%
Compte de résultat	-1480 M€	-1850 M€	-2220 M€
Fonds propres comptables	-395 M€	-765 M€	-1135 M€
Fonds propres règlementaires	-1480 M€	-1850 M€	-2220 M€
Ratio Core Tier 1	11%	10.8%	10.5%

Il faut se rendre à l'évidence : tant sur le plan comptable que sur le plan règlementaire, la restructuration de la dette grecque n'est pas en mesure de mettre en péril la solvabilité du groupe Dexia : sur le plan comptable, l'essentiel des pertes sont déjà passées en diminution des fonds propres et sur le plan règlementaire, l'impact reste faible et représente deux années de croissance organique du Tier 1 de Dexia (60bps en 2010).

Ainsi, même pour Dexia, la banque la plus exposée, la restructuration de la dette grecque ne pose pas de réels problèmes de solvabilité.