

Point de marché : restructuration et déclenchement des CDS grecs

La restructuration de la dette grecque a finalement été acceptée par une très large majorité des créanciers privés. La Grèce a cependant dû activer les clauses d'action collectives (CAC), dispositif permettant de forcer la participation des créanciers privés opposés au processus de restructuration de dette. L'ISDA à travers son « EMEA Determination Committee » a estimé le 09 mars 2012 que cette restructuration constituait un événement de défaut dans la mesure où les paiements que devaient recevoir tous les porteurs des obligations échangées ont été réduits. Le taux de recouvrement des CDS sera fixé le 19 mars 2012. Les résultats seront notamment disponibles sur le site creditex sur www.creditfixings.com.

Au cours des dernières semaines, la question de la légitimité et surtout des avantages et inconvénients de la reconnaissance d'un cas de défaut dans une opération de restructuration largement « volontaire » avait été très débattue, introduisant de la volatilité et de l'illiquidité sur le CDS grec. A notre sens, le déclenchement des CDS est plutôt de nature à rassurer les investisseurs puisque ce produit de couverture est largement utilisé sur d'autres signatures souveraines européennes et qu'un non déclenchement des CDS aurait introduit une grande incertitude chez les investisseurs qui ont acheté de la protection sur les dettes souveraines européennes à travers les CDS.

Le dossier grec n'est pas pour autant refermé avec une dette publique certes réduite de 100 milliards d'euros mais une dette toujours record en Europe s'élevant à un peu plus de 120% du PIB. Quelques jours après l'échange grec, le calme règne sur les dettes européennes, en particulier sur la dette italienne dont les rendements à 10 ans sont repassés en-dessous de 5%.

Financement des collectivités locales : attention aux modalités....

Démantèlement de Dexia, durcissement des besoins en capitaux des banques du fait de Bâle III, réduction des enveloppes de prêts à destination des collectivités locales rendent plus difficile l'accès au crédit bancaire pour les collectivités locales. Alors que le marché obligataire s'est largement rouvert en particulier grâce au deuxième LTRO de la BCE, le secteur public peine à trouver des financements bancaires en taille suffisante. Dans ce contexte, les collectivités locales explorent deux voies principales pour pallier la raréfaction du crédit :

- Le financement individuel par émission d'obligations et de billets de trésorerie
- Le financement groupé à travers la création d'une « Agence de financement des collectivités locales »

Dans les deux cas, il s'agit de contourner le problème de la rareté de l'offre bancaire, et d'accéder au financement directement. Pour les grosses collectivités, l'accès en direct au marché obligataire est facilité tant par la taille des besoins de financement qui justifient le coût d'une notation et la rémunération d'agents de placements, que par la notoriété éventuelle de la collectivité. Pour les plus petites, à l'inverse, il semble difficile d'accéder en direct au marché obligataire, ce qui justifie la démarche de création de l'« Agence de financement des collectivités locales ».

ESTER S.A.S - Société par Actions Simplifiée au capital social de 60.000 EUR

Siège Social : 12 rue Vivienne 75002 Paris – Tel : 01 70 60 73 03 - RCS 512 378 407 Paris – Code NAF 7022Z

Quoi qu'il en soit, une attention toute particulière doit être apportée à la structure de l'emprunt obligataire. En effet, les emprunts obligataires standards ont une maturité inférieure à 10 ans, et un mode d'amortissement en une fois à maturité (**amortissement *in fine***). Les collectivités locales, elles, empruntent souvent sur le très long terme, mais avec un amortissement progressif. Une trop grande part du financement sous forme *in fine* pourrait conduire à une dépendance forte au marché et à une gestion de liquidité difficile à l'avenir.

En fonction de l'entité émettrice et de la taille du financement nécessaire, il faudra envisager l'ensemble des possibilités d'émissions pour contrôler le coût global du financement : placement privé, choix des canaux de distribution, nécessité ou non d'une notation...

AMF : une instruction à risques

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a publié très récemment une instruction (2012-01) sur l'organisation de l'activité en matière de **gestion des risques** pour les prestataires financiers et la **possibilité de recourir à un tiers**. Cette instruction qui découle de la législation européenne est quelque peu nouvelle mais inspire plusieurs commentaires. Tout d'abord, l'AMF est formelle : il n'est pas question d'une délégation complète de la gestion des risques à un tiers même si l'instruction ne fixe pas de limites particulières dans le périmètre d'activités confiées. Il est évident qu'aucune entité ne peut se dédouaner de sa responsabilité en matière de risques, et que le recours à un tiers s'apparente davantage à de l'assistance et à du conseil en matière de calcul et d'interprétation des risques associés aux produits sur lesquels les sociétés de gestion investissent.

Néanmoins, l'instruction est extrêmement large en matière de champ d'application : aucune entité ne peut désormais se limiter à des connaissances générales sur les produits auxquels elle souscrit. Ainsi, dans le cadre de produits complexes (dérivés, structurés, titrisation ...), le prestataire doit non seulement comprendre le produit et s'assurer de son adéquation au risque des portefeuilles clients, mais aussi être capable en amont et pendant la durée de vie du produit d'isoler chacun des risques encourus et de les valoriser. Cela implique de disposer d'une méthode et d'outils permettant d'évaluer les risques (liquidité, crédit, marché, juridique...). La cartographie des risques doit être désormais extrêmement précise.

Ces conditions sont désormais sous-jacentes à l'agrément obtenu par les sociétés de gestion pour intervenir sur ces produits et ces dernières devront faire le choix entre rendre cet agrément, ou bien renforcer leurs moyens techniques et humains soit directement soit en se faisant assister dans le processus d'évaluation des risques.

Rédigée le 16 mars 2012 à Paris

Contacts:

Elsa Sitruk	01 70 60 72 33
Stéphane Kourganoff	01 70 60 72 32
Julien Martin	01 70 60 73 02
Olivier Kachkach	01 70 60 73 03

Email : ester@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Avertissement

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

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers enregistré sous le numéro D 009309, membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF