



9 mars 2012

### ÉCHANGE DE DETTE GRECQUE : UN PAS DANS LA BONNE DIRECTION QUI NE MARQUE PAS LA FIN DE LA CRISE

La Grèce a récemment fait connaître les résultats de l'offre visant la restructuration de sa dette. Le pays a obtenu un taux de participation suffisamment élevé pour imposer les modalités de la restructuration aux obligataires rétifs par l'application de clauses d'action collective (CAC). L'échange de dette réduira la dette souveraine grecque d'environ 100 milliards d'euros. Il s'agit d'un pas important dans la bonne direction, mais il reste encore bien du chemin à parcourir, non seulement pour la Grèce, mais pour ses créanciers privés et publics également.

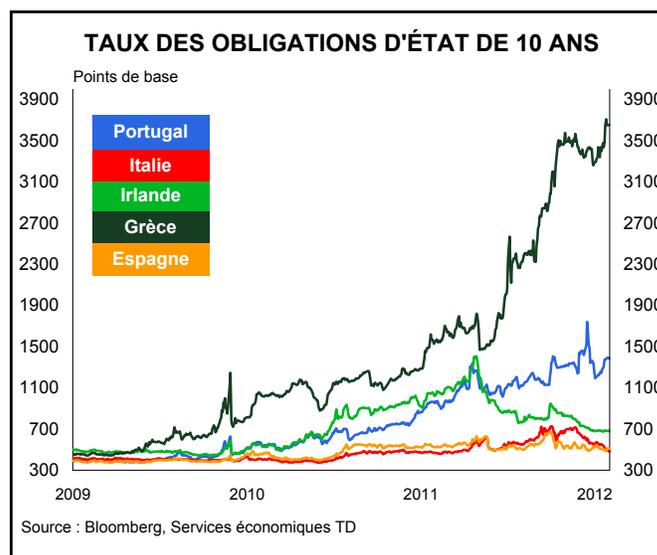
Voici quelques-uns des résultats relatifs à l'offre d'échange jusqu'à maintenant :

- 85,8 % des porteurs d'obligations de droit grec échangeront leurs obligations (une valeur nominale d'environ 152 milliards d'euros). Ce chiffre est nettement supérieur à la majorité de 66 % requise pour appliquer une CAC.
- 69 % des porteurs d'obligations de droit international acceptent de participer (une valeur nominale d'environ 20 milliards d'euros).
- Le recours aux CAC élèvera le taux de participation à 95,7 %, soit environ 197 milliards d'euros. De plus, la date limite relative à la participation des porteurs d'obligations de droit international ayant été reportée au 23 mars 2012, on peut envisager un taux de participation final encore plus élevé.

À la suite de cette annonce des autorités grecques, les ministres des Finances de la zone euro ont pris part à une conférence téléphonique. Ils ont alors décidé d'aller de l'avant avec l'opération de soutien à la politique économique de la zone euro en émettant des obligations du Fonds européen de stabilité financière. Cette incitation en espèces vise notamment à encourager l'échange des obligations de droit grec en plus de rembourser les intérêts courus sur les obligations visées par un échange. Les ministres des Finances ont également mentionné que toutes les conditions sont maintenant réunies pour le lancement des procédures nationales requises en vue de l'approbation finale du financement, par la zone euro, du deuxième plan d'aide à la Grèce. Au même moment, ils ont prié le FMI de faire une contribution importante au nouveau programme grec.

#### Questions en suspens :

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) évalue actuellement la probabilité qu'un incident de crédit soit déclenché et entraîne des paiements de swap sur défaillance si la Grèce applique des CAC. Bien que l'exposition notionnelle nette



des contrats liés aux obligations grecques soit estimée à 3,2 milliards d'euros (un montant qui peut sembler peu élevé), la véritable préoccupation concerne l'exposition brute des assureurs individuels de swaps sur défaillance. Si l'ISDA détermine que nous sommes en présence d'un incident de crédit – et ce serait très étonnant qu'elle ne le fasse pas –, certains assureurs de swaps sur défaillance pourraient subir d'importantes pertes si leur exposition n'est pas couverte. Aucune annonce n'avait encore été faite au moment de rédiger cette analyse, mais on s'attend à ce qu'une annonce suive incessamment.

Le conseil du FMI doit se réunir le 15 mars afin d'évaluer les progrès accomplis en vue du deuxième plan d'aide à la Grèce. À part l'échange de dette, la Grèce devait adopter 38 mesures auxquelles la mise en œuvre du programme était conditionnelle. Jusqu'à maintenant, le FMI n'a pas encore officiellement précisé le montant de sa contribution au programme.

Les élections grecques auront vraisemblablement lieu vers la fin d'avril, et l'issue la plus probable semble être l'élection d'un gouvernement de coalition sans véritable pouvoir. Évidemment, une telle éventualité ne facilitera en rien l'adoption de mesures d'austérité financière et de réformes structurelles. Combinée à l'état déjà désastreux de l'économie grecque, la situation devrait se traduire par un sous-rendement de la Grèce par rapport aux objectifs établis dans le programme. En d'autres mots, la Grèce et ses créanciers publics devront se réunir à nouveau, d'ici quelques mois, pour discuter de l'application du programme et des versements de prêt. Dans ce contexte, d'autres programmes de restructuration de la dette grecque seront très probablement nécessaires. Un bon indice de la probabilité

de voir ce scénario se concrétiser selon les marchés sera les taux d'intérêt offerts sur les obligations grecques la semaine suivant l'échange de dette. Enfin, puisque les nouvelles obligations offertes dans le cadre de l'échange actuel occupent le même rang de créance que les prêts publics, la prochaine fois, une restructuration privée devra imposer les mêmes conditions aux créanciers publics également.

Ce sera maintenant au tour du Portugal et de l'Irlande se trouver au centre des préoccupations. Les deux pays devraient être en mesure d'emprunter de l'argent sur les marchés de capitaux d'ici la fin de l'année prochaine. Cela dit, les conditions sévères imposées aux obligataires privés de la Grèce leur rendront très difficile la tâche d'émettre des titres d'emprunt à des taux d'intérêt raisonnables, et ce, en dépit des progrès accomplis jusqu'à maintenant grâce aux réformes structurelles et à l'assainissement de leurs finances publiques. Les taux élevés des obligations portugaises montrent clairement que les porteurs d'obligations n'ont pas pleinement confiance dans la viabilité à long terme de la dette souveraine portugaise, malgré l'appui du FMI et de l'Union européenne.

En conclusion, les résultats préliminaires de l'échange de dette grecque constituent un pas dans la bonne direction, mais ne signalent aucunement la fin de la crise de la dette souveraine européenne. L'assainissement des finances publiques et l'adoption de réformes structurelles sont à prévoir en Europe pour bien des années à venir. Ainsi, les risques liés à la mise en œuvre de ces mesures demeurent très présents en périphérie de la zone euro. Bien que la situation économique mondiale semble s'améliorer, de tels risques la menacent toujours.

*Martin Schwerdtfeger*  
**Économiste principal**  
416-982-2559

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs et sont sujettes à des risques inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.