

responsable de la recherche chez Aurel BCG. La décote négociée ainsi que l'analyse des actifs, dont la structure peut espérer ne pas tout perdre, pourraient aussi permettre à l'Etat de mettre du levier sur cette poche d'actifs. « Pour les banques, dont les actionnaires seraient sanctionnés via une possible dilution future du capital, cela permettrait de repartir avec un bilan assaini », poursuit Christian Parisot... Seul bémol, la création d'une telle « banque agrégatrice » coûterait sans doute plusieurs centaines de milliards supplémentaires. Longtemps réticent, le nouveau secrétaire au Trésor américain, Timothy Geithner, pourrait s'y résigner cette semaine.

Enjeux politiques

Même le commissaire européen chargé des Affaires économiques et monétaires, Joaquín Almunia, a fini par évoquer la possibilité de structures de défaillance. Mais il a estimé, sans revenir sur les distorsions de concurrence, que les pays de l'Union européenne devraient au préalable s'accorder sur la nature des actifs à y intégrer. Sans doute essentiellement des produits structurés de type MBS, ABS, CDO*, expositions aux *monoline*... Des produits qui ont nécessité des dépréciations de bilan, mais aussi, dans le cas de Citi, près de 200 milliards de dollars de prêts avec exposition directe de la banque. Signe qu'une définition trop large pourrait permettre aux plus mal en point de réduire leur effet de levier. En plaçant le curseur d'intervention plus ou moins haut entre les 1.000 milliards liés aux prêts immobiliers à risques et les 5.000 évoqués avec d'autres actifs, l'Etat américain prendra une décision cruciale sur la sortie plus ou moins rapide de la crise.

Autre enjeu d'importance, la valorisation : en octobre, plusieurs économistes ou investisseurs américains avaient jugé le rachat d'actifs toxiques ingérable du fait de la difficulté d'évaluer objectivement les MBS. Fixer un prix trop élevé léserait l'Etat et le contribuable avec une « prime » pour les établissements financiers, tandis qu'un prix trop faible flouerait ces établissements, qui ne voudraient d'ailleurs pas vendre ou se trouveraient à nouveau en risque de faire encore appel à des recapitalisations.

Enfin, il faudra bien financer ces « *bad banks* » avec des émissions obligataires nouvelles sur un marché déjà embouteillé, et une augmentation de la dette des Etats pour racheter des actifs par définition douteux... De quoi poser des problèmes de

communication politique, voire de responsabilité morale. Comment nationaliser les pertes quand les profits restent aux mains des investisseurs privés ? Laurent Quignon parle plutôt de « *mutualiser aussi bien les risques positifs liés à l'ensemble de l'activité des banques que les risques négatifs liés à ces actifs toxiques* ». « *Nationaliser, faire le tri dans ces établissements, puis parmi les actifs qui doivent être externalisés pour relancer l'activité de crédit interbancaire* », c'est une conclusion à laquelle arrivent d'autres économistes comme Michel Aglietta.

Pour Natacha Valla, économiste chez Goldman Sachs, « *la création - très com-*

plexe - de telles structures aurait le mérite de clarifier plus rapidement le secteur bancaire aux yeux de tous ». « *'Bad banks' ou recapitalisations : la meilleure chose à faire, étant donné que l'essentiel du problème porte sur les actifs liés à l'immobilier américain, serait d'éviter, pour un coût à peu près similaire, les défauts des particuliers emprunteurs en réduisant les taux d'intérêt sur leurs prêts* », conclut Patrick Artus, en anticipant une probable décision parallèle de l'administration Obama en vue d'endiguer les saisies de logements... ■

* CDO : collateralized debt obligations

ENTRETIEN AVEC...

Michel Rouger, président de l'institut Présaje, ex-président du Consortium de réalisation



« L'objectif immédiat est d'éviter la faillite d'un système »

Entre les réflexions actuelles sur les structures de défaillance et le sauvetage du Crédit Lyonnais via le Consortium de réalisation (CDR) dans les années 90, quelles leçons en tirer ?

Certainement pas une leçon universelle. Chaque époque, chaque banque, chaque système financier a ses difficultés. Mais le choix d'isoler les actifs que les banques ne peuvent plus supporter dans leurs bilans impose de donner des objectifs précis à la structure de défaillance, assortis d'un calendrier et d'obligations de transparence. Il s'agit d'abord de sauver une entreprise et un système de la faillite. Ensuite seulement, l'objectif peut être de relancer une offre de crédit aujourd'hui gelée. La défaillance peut redonner de la fluidité au système aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, elle n'est probablement pas suffisante.

L'objectif, le calendrier et la volonté politique sont très liés...

Il faut raisonner à long terme. En octobre, les Etats-Unis ont annoncé une solution provisoire qu'ils semblent vouloir aménager désormais en affichant les pertes à couvrir le plus vite possible. Cet affichage rapide est déterminant dans la réussite d'un tel programme. Lorsque le CDR a été créé, en avril 1995, suivant une précédente défaillance de 1993, la configuration

politique et les servitudes européennes ont décalé à novembre 1995 la mise en œuvre, par la loi, du plan de sauvetage du Crédit Lyonnais. Sa défaillance remontait déjà à trois ans, délai doublé pour la validation du plan français par les autorités européennes, une fois intégrés les critères de Maastricht. Trois ans sans transparence possible sur la réalité des actions menées. Au final, les pertes de la défaillance organisée via le CDR, dont on tirera le bilan fin 2014, seront inférieures à 11 milliards d'euros. Et autour de 30 milliards si l'on y ajoute celles liées aux autres institutions françaises touchées par la crise de 1992-1995. Un modèle au centième de la facture mondiale 2007-2010.

L'objectif de telles structures peut-il être d'éviter la nationalisation ?

Non. La défaillance n'a pas de lien direct avec la nationalisation, qu'il s'agisse d'une nationalisation punitive, d'une étatisation idéologique ou de sauvetages comme aujourd'hui. En revanche, un système bancaire qui ne justifie pas de défaillance risque ensuite d'être affaibli face à des prédateurs étrangers ainsi renforcés. L'Etat français prend les devants pour les décourager en apportant des capitaux ou des garanties à son système bancaire.