

Very bad bank

François Meunier, président du Comité scientifique de la DFCG

On ne dit pas tout aux contribuables irlandais ou britanniques ! Prenons le sauvetage de RBS, autrefois une bien austère banque écossaise, emblème des vertus de ce peuple. Cette banque a développé une audacieuse stratégie de croissance depuis une quinzaine d'années, consistant à tenter la première place des banques d'investissement européennes en se faisant la spécialiste mondiale des produits de dette. Le couronnement de cette stratégie, géniale mais désastreuse dans le calendrier, aura été le rachat hors de prix de la partie banque d'investissement de ABN Amro, finalisé au début 2007.

Le gouvernement britannique se retrouve maintenant devant une banque qui porte près de 2.000 Md£ d'actifs, soit 166% du PIB britannique, dont une partie à la valeur très douteuse, et qui menace de faire s'effondrer tout le système financier du pays. La réponse a été double :

- Une recapitalisation lui donnant 65% du capital (ce qu'on appelle une nationalisation),
- Une garantie offerte sur ses actifs, selon un schéma discuté en ce moment devant le parlement, le *Asset Protection Scheme* consistant à garantir jusqu'à 325 Md£ d'actifs toxiques du bilan de RBS.

D'autres banques suivent derrière RBS : Lloyds est déjà annoncé et la fière Barclays, sans le dire, s'est gentiment mise sur les rangs. Les banques irlandaises, plus mal en point encore, bénéficient déjà de ces facilités.

Une analyse financière du sauvetage s'impose. Pour une raison simple : il suit le sauvetage déjà décidé pour Citigroup aux Etats-Unis ou ING aux Pays-Bas et semble donc s'imposer comme le modèle de sauvetage bancaire admis internationalement. Nul doute que les services de Bercy doivent aujourd'hui l'étudier à la loupe, si les choses devaient tourner à l'aigre pour l'une ou l'autre des banques françaises.

D'abord, la garantie admet un first loss, à la charge de la banque. Cela veut dire que les premières pertes sur le portefeuille sont, à hauteur de 6%, soit 19,5 Md£, à la charge de RBS (c'est-à-dire à la charge de son actionnaire, l'Etat), le reste directement pour l'Etat. Cette garantie est naturellement payante, mais son niveau est très bas. Si on estime que RBS ne recouvrira que disons 70% de son portefeuille d'actifs toxiques, la garantie, c'est-à-dire le put ou option de vente, est sûre d'être activée (le put est dit très « dans la monnaie »). En clair, le gouvernement prend directement les pertes liées à ce portefeuille. Comme par ailleurs il possède 65% des actions, on peut dire en retour qu'il prend aussi les gains (à 65%) liés à ce portefeuille. Quelqu'un qui possède à la fois les pertes et les gains d'un actif, on peut en dire qu'il possède l'actif, n'est-ce pas ? Pour préciser les choses, il est possible d'utiliser le langage des options : les fonds propres de la banque sont une option d'achat, un call, écrit sur les actifs de la banque à un prix d'exercice égal à la valeur nominale des dettes et engagements de la banque. (Le call est quant à lui très « en dehors de la monnaie », sachant que la valeur financière des actifs est très

probablement inférieure à la valeur des engagements.) La Couronne britannique a donc vendu un put dans la monnaie et possède un call hors la monnaie sur les brillants actifs de RBS.

Les lecteurs qui ont encore la patience de me suivre reconnaissent ici une figure classique de la théorie des options, ce qu'on appelle une « conversion » : si je détiens un call et que j'ai écrit un put, c'est comme si je détenais l'actif sous-jacent financé par une dette sans risque. (Vite, cher membre de la DFCG ! A votre Vernimmen si vous avez un trou de mémoire ☺ !) Autrement dit, il aurait été équivalent financièrement que l'Etat britannique achète les actifs toxiques de RBS en les finançant par émission de dette (sans risque puisqu'à ce jour le gouvernement britannique peut encore être réputé un emprunteur non risqué !). Ce faisant, il aurait laissé un bilan de RBS propre comme un sou neuf.

Pourquoi ne le fait-il pas, peut-on se demander ? Serait-on naïf ? Il aurait fallu afficher une dépense budgétaire de plus de 300 Md£, sept fois plus que le déficit courant du budget ! D'un côté, les politiques mettent au pilori devant l'opinion les financiers avides, à la source de tous nos maux. De l'autre, ils recourent aux pires astuces de l'ingénierie financière pour mettre « hors-bilan » les colossaux engagements bancaires qu'ils sont en train de prendre. Et que le bon citoyen britannique se taise ! Les Irlandais sont un peu moins dupes, parce qu'ils ont la chance d'être éclairés par les lumières de l'Eglise catholique, comme en témoigne ce bon curé qui disait en chaire : « On va redevenir pauvres, mais ça, on sait faire ! ».

Mais même s'il l'avait fait, aurait-ce été la bonne conduite ? Certainement pas, ai-je argué dans un post précédent de Telos (www.telos-eu.com du 13/2/09). L'énorme faille de ce type de sauvetage bancaire, c'est qu'il laisse à l'écart les créanciers privés de la banque. Tout plan de garantie des actifs adossé à une prise de participation a un effet financier immédiat : il sécurise les investisseurs seniors ou subordonnés. Autrement dit, le gouvernement préserve les intérêts des créanciers, qui pourtant ont pris en connaissance de cause le risque capitaliste de prêter à RBS et qui ont été rémunérés pour cela, au détriment de ses contribuables qui n'y peuvent mais ! Je disais dans le post en question qu'il était préférable d'opter pour une restructuration de dette « comme si » la banque était en sauvegarde, exigeant un sacrifice de tous les investisseurs, actionnaires ou financiers prêteurs ; et qu'une solution pouvait être des conversions forcées de dette en fonds propres, comme dans les négociations qui se tiennent habituellement lors des redressements judiciaires.

L'économiste Willem Buiter est reconnu comme probablement le meilleur analyste de la présente crise bancaire. Voir son stimulant blog blogs.ft.com/maverecon. Il suggère un mécanisme probablement meilleur que mon schéma de conversion forcée dette / fonds propres. C'est le schéma de la « good bank ». On crée une nouvelle banque, qu'on appelle par exemple New RBS. On capitalise New RBS avec des fonds propres et de la dette (publique en un premier temps, avant refinancement). Cette banque achète tous les actifs sains de RBS, à savoir le réseau de distribution, le personnel, les prêts non toxiques, etc., mais aussi les dépôts privés et autres passifs liés à son exploitation. Le prix est le prix qui sera donné, rien de plus : quel autre investisseur est capable de faire cela ? Quant à Old RBS, elle n'a plus droit d'exercer d'activité bancaire et devient une sorte de fonds en « run-off ».

Elle touche le cash de la cession des actifs bancaires sains, avec lequel elle compensera une partie des pertes du portefeuille toxique, pertes que se partageront les actionnaires et les financiers prêteurs, dans l'ordre de priorité de leurs droits financiers. Certains de ces créanciers pourront être protégés par le gouvernement, mais ceci à un coût moindre et de façon mieux ciblée que dans les schémas courants dans lesquels tous les créanciers sont exonérés de leurs responsabilités.

Cette solution est commode : pour ne pas se poser le problème des actifs dont on ne sait pas ce qu'ils valent, il suffit de ne pas les acheter ! Comme dans le schéma de la conversion forcée, l'avantage est aussi de ne pas faire payer ceux des citoyens qui n'ont rien à voir avec toute cette marmelade, à savoir les contribuables, et de laisser la main libre à l'Etat de faire intervenir les finances publiques à bon escient, à savoir pour la relance macro-économique qui s'impose. Mais à la différence du dirigeant bancaire, le citoyen ordinaire ne fait pas son jogging dans les allées du pouvoir, et cette solution ne verra pas sans doute pas le jour, en Grande-Bretagne comme ailleurs. « Le monde est immonde », disait saint-Augustin.