

Le plan Geithner est une aubaine pour les créanciers des banques... une fois de plus !

Par François Meunier, président du Comité scientifique de la DFCG

Le trait le plus saillant du Plan Geithner est l'aide donnée par le gouvernement américain pour que des investisseurs privés rachètent les actifs toxiques des banques, ceci au terme d'enchères concurrentielles. La structure retenue mérite l'attention de tous les directeurs financiers pour l'extrême originalité de sa construction... et pour son extrême générosité envers les banques. Ses effets pervers ont immédiatement été relevés, par exemple par Gary Becker, prix Nobel d'économie, sur son blog, ou dans le Financial Times du 1 avril 2009 par l'économiste Peyton Young.

De quoi s'agit-il ? Le Plan aide tout investisseur ou hedge fund qui voudrait participer à une vente aux enchères d'actifs fragiles de toute banque américaine. Le hedge fund qui remporte l'enchère se voit soutenu par l'Etat (le FDIC, fonds de garantie des dépôts bancaires) par un prêt sans recours à hauteur de 86% du prix d'achat. Les 14% restants sont financés par fonds propres, la moitié étant encore pris par le Trésor américain. Autrement dit, le hedge fund n'a que 7% de la somme à déboursier, alors que c'est lui qui décide pleinement du prix d'achat, certes par le jeu concurrentiel d'une enchère.

Pour décortiquer les propriétés financières du schéma, supposons qu'une banque vende un portefeuille de créances d'une valeur faciale de 100 M\$. Crise aidant, disons que dans le meilleur des cas et avec une chance sur deux, la valeur du portefeuille est de 60 M\$; et qu'elle est de 20 M\$ sinon. La valeur moyenne du portefeuille est donc de 40 M\$.

Supposons que le fonds fasse son offre à 40. Le FDIC lui en prête 86%, soit 34,4. Il faut 5,6 de fonds propres, dont le hedge fund apporte la moitié, soit 2,8 M\$. Dans le cas favorable, le portefeuille vaut 60, ce qui rapporte 25,6 M\$ (60 – 34,4) aux actionnaires, dont la moitié, 12,8 M\$, au hedge fund. Dans le cas défavorable, la valeur des actifs est de 20, ce qui met en faillite la structure de rachat et ne rapporte rien du tout. Au total, pour une mise initiale de 2,8 M\$, l'espérance de gain moyen du hedge fund est de 6,4 M\$ (12,8 / 2), ce qui fait un TRI de 130%. Pas mal !

Le Trésor américain fait-il un cadeau aux investisseurs privés ? Non, bien sûr. Devant un tel rendement, la compétition va faire rage. Le prix des créances va monter, en pratique tant que le gain brut est supérieur à 7% du prix d'achat. Dans notre exemple, cela advient pour un prix d'un peu plus de 52 M\$, soit une surévaluation de plus de 30% ! (Faites les calculs, cher lecteur de la DFCG !) Le surprofit a été complètement gouaché par le jeu des enchères. Mais rappelons-nous que la valeur du portefeuille n'est que de 40 M\$. Qui paie donc la différence ? Réponse : c'est l'Etat fédéral et les contribuables. Et où va cette différence, si ce n'est pas dans la poche des investisseurs privés ? Tout simplement dans celle de la banque, qui arrive à vendre 52 M\$ des créances qui n'en valent en moyenne que 40.

A ce stade, on s'autorise un éclat de rire quand on entend Tim Geithner dire que son plan va permettre de donner le juste prix aux créances pourries des banques !

A la décharge du Plan, on pourrait dire que c'est un moyen indirect de recapitaliser les banques. Pourquoi pas ! Elles en ont bien besoin. Admettons toutefois qu'on aurait pu plus simplement procéder directement à une augmentation de capital pour 12 M\$! C'est aussi, récompense du crime, renflouer le plus les banques qui ont le plus d'actifs toxiques. Enfin, cette recapitalisation préserve une fois de plus la valeur des fonds propres mais aussi des dettes contractées par les banques, à un moment où tous les économistes s'accordent à penser qu'il est temps que les créanciers privés des banques (sauf les déposants) prennent leur part des mauvaises décisions des banques à qui ils ont prêté. Pour toute autre entreprise que les banques, et il y en a malheureusement une flopée ces derniers temps avec la récession qui coure, une menace de faillite entraînerait une restructuration du bilan et donc un sacrifice des créanciers.

Le remède, grâce à Geithner, c'est d'endetter l'Etat et les contribuables pour préserver les prêteurs privés des banques.

Pour notre gouverneur de directeur financier, il est bon de regarder d'un peu plus près ce schéma étonnant. Par quel mécanisme, vous demandez-vous, un jeu d'enchères libres peut-il surévaluer un actif dans une telle proportion ? Aurait-on un nouveau cas de folie des mécanismes de marché ?

Un premier trait caractéristique, c'est l'effet de levier garanti : quel que soit le prix d'achat, l'Etat en financera 86% par dette. C'est ce mécanisme qui est pousse-au-crime. Un peu comme si à la période folle des LBO, les banques avaient ajouté à la folie en garantissant que leur financement serait toujours de 86% du prix ! Le second trait caractéristique, c'est le jeu de la volatilité. Dans mon exemple, la volatilité (ou l'écart-type de la loi binomiale, pour être technico) est de 20. Si elle avait été de 10 (soit une valeur du portefeuille restant de 40 M\$, mais basculant entre 50 ou 30 avec une chance sur deux), le TRI initial n'aurait été que de 40% pour une première offre à 40 M\$. Après épuisement de l'enchère, le prix du portefeuille ne serait pas monté plus haut que 44 M\$, soit une prime de 10% sur sa valeur financière. C'est probablement ce type de volatilité qu'escompte le Secrétaire d'Etat américain au Trésor. Mais il s'agit d'un pari très imprudent de sa part. Parce que si la volatilité est de 30 (soit une valeur qui bascule entre 70 et 10), mes petits calculs montrent un TRI d'entrée de 210% et un prix d'équilibre de l'enchère plus élevé de 50% que la valeur financière du portefeuille. Là encore, on récompense le crime : plus le portefeuille toxique est difficile à évaluer (plus donc sa volatilité est grande), plus important est le jackpot que la banque va toucher. Allons-y ! Quand les bornes sont franchies, il n'y a plus de limites !

Dernier trait, au risque d'accroître le côté très scolaire de ce post, la dette est sans recours sur l'investisseur qui emprunte. Si elle l'était, on montrerait que le jeu libre des enchères donnerait toujours comme prix final la vraie valeur des actifs. Cela fait réfléchir sur l'effet de levier. On croit tout savoir de lui ; et pourtant il nous réserve toujours quelque mystère nouveau.