

ÉDITORIAL

PAR FRANÇOIS-XAVIER PIETRI

Sous le soleil de Dubaï

A Dubaï, il n'y a pas de nuages, et encore moins pour Airbus. L'avionneur européen va sortir de ce salon avec une triple victoire. La première, c'est bien sûr celle que lui apporte la compagnie Emirates. En préférant Airbus à Boeing, elle lui fait le mégacadeau bienvenu d'une commande de 20 milliards de dollars pour quelque 81 appareils, sans compter ceux à venir. La compagnie du Golfe qui provoque régulièrement l'ire du patron d'Air France — Jean-Cyril Spinetta stigmatise le soutien indu dont bénéficierait Emirates par le gouvernement dubaïote — fait en revanche le bonheur de Louis Gallois. Car Emirates n'est rien de moins que le meilleur client de l'avionneur européen. La deuxième victoire, c'est le fait que cette commande porte sur les deux appareils vedettes d'Airbus, l'A380 et l'A350. Le message est surtout important pour le second, puisque cette commande assoit définitivement le programme de l'A350, encore en balbutiements. La troisième victoire, la plus symbolique, réside dans le fait qu'Airbus sortira de ce salon avec l'assurance d'enregistrer en 2007 plus de commandes qu'en 2005, son année record, avec à la clé peut-être 1.200 appareils en carnet. Cela n'est pas anodin. Car c'est la preuve qu'Airbus est bel et bien sorti de l'ornière des déboires du lancement de l'A380. 2007 sera donc l'année de la renaissance d'Airbus, au moins sur le plan commercial, ce qui n'est pas rien. Certes, les menaces ne sont pas définitivement écartées et ce retour en grâce reste fragile. Tout n'est pas encore parfaitement réglé dans l'organisation et les process industriels, tandis que la flambée de l'euro pourrait amener les dirigeants à durcir encore les conditions du plan de restructuration Power 8. Dans un autre registre, pas moins important, l'épée de Damoclès du travail de la justice sur les affaires de délits d'initiés pèsera encore de longs mois sur les cadres dirigeants du groupe. Les ombres sont donc encore là. Mais le soleil de Dubaï les a mis sur la touche, au moins temporairement.

fxpietri@latribune.fr



DU LUNDI AU VENDREDI À 7 H 55
**LA CHRONIQUE DE
 FRANÇOIS-XAVIER PIETRI**
 SUR RADIO CLASSIQUE

La Tribune

Édité par : La Tribune SAS
 51, rue Vivienne - 75095 Paris Cedex 02
 Standard : 01 44 82 16 16
 Adresse Internet : <http://www.latribune.fr>
 Président, Directeur de la publication :
 Alain Metternich.

Directeur de la rédaction : François-Xavier Pietri. Directeur adjoint : Pascal Aubert. Rédaction en chef centrale : Philippe Mabile (Economie, Tribunes) ; Martine Orange (Entreprises) ; Olivier Provost (La Tribune.fr) ; Bruno Segre (Marchés & Finance). Rédacteurs en chef : Jean-Louis Alcaide (PME-Régions) ; Anne Debray (Édition) ; Patrick de Jacquolot (La Tribune.fr) ; Estelle Leroy (Rendez-vous perso) ; Dominique Mariette (Marchés & Finance) ; Franck Pauly (Vos finances) ; Jérôme Stern (Hors-Séries, Mensuels) ; Daniel Vigneron (Economie, International). Adjoint : Akram Belkaid (Economie, International). Adjoint : Eric Benhamou (Forum) ; Pascale Besses-Boumard (Valeurs) ; Jean-Pierre Bourcier (Art de vivre) ; Béatrice d'Erceville (Entreprises) ; Pierre Kupferman (Enquêtes) ; Delphine Girard (Economie France) ; Pascal

Hénisse (Tribunes) : Yan de Kerorguen (Rendez-vous perso) ; Christophe Bazire, Jean-Pierre Geoffroy, Patricia Jézéquel, Nicolas Oudin (Édition) ; Jean-Baptiste Jacquin (Entreprises) ; Christophe Tricaud (Les Places) ; Nicole Trouleure (La Tribune.fr). Directeur général-éditeur : François Dieulesaint. Directeur de la diffusion et de la promotion : Benoît Waucampt (01 40 13 18 47). Directrice de la communication : Sandra Tricot (01 44 88 47 90). Directeur du développement et du marketing : Fabrice Février. Directeur multimédia : Pascal Laroche. Publicité : DI Régie (01 44 88 42 60). Président : Jean-Jacques Schardner. Directeur général opérationnel : Hervé Noiret. Directrice publicité commerciale : Nathalie Catholand. Directeur publicité financière : Pierre Gisclard. Directeur publicité internationale : Alice Suric. Directeur publicité régionale : Charles d'Augustin.

Impression : CIPP, 72-74, rue Ambroise-Croizat, 93200 Saint-Denis ; Méditerranée-Offset-Preze, Vitrolles ; Rhône Offset-Preze, Igny ; Imprimerie Midifax, Toulouse ; Loirefax, Saint-Herblain.

Service abonnement

Numéro vert : 0 800 13 23 33 (appel gratuit)
 Fax abonnement : 01 44 82 17 92
 Abonnement 1 an (France métr.) : 395 € TTC

USA : USPS #017531.
 Periodical postage paid at Champlain N.Y.
 and additional mailing offices.
 For details call IMS at 1 (800) 428 3003
 Distribué par les NMPP. Commission paritaire :
 0909C85607 ISSN 0989-1922
 Modification de service :
 (uniquement pour réseau de vente NMPP)
 Téléphone vert : 0 800 47 10 09

IMPRIMÉ EN FRANCE
 PRINTED IN FRANCE



Reproduction intégrale ou partielle interdite sans l'accord de l'éditeur - Art. L122-4 du Code de la propriété intellectuelle

La Tribune est une publication de DI Group. Principal associé : Ufpar (LVMH). Président-directeur général : Alain Metternich. Directeur général : Jean-Jacques Schardner. Directeur général adjoint : Nicolas Desbois. Directeur délégué : Bernard Villeneuve.

LA CHRONIQUE DE... NICOLAS VÉRON (*)

Autopsie d'un « superfonds »



Autant en emporte la crise. Tour à tour présenté comme une brillante innovation financière, comme un scandaleux sauvetage public de Citigroup – le géant bancaire pris dans la tourmente, dont le président a démissionné la semaine dernière – ou comme un inutile coup d'épée dans l'eau, le « superfonds » dont le Trésor américain et quelques grandes banques discutaient depuis au moins la fin septembre semble aujourd'hui définitivement mort. Officiellement connu sous l'acronyme M-LEC (*Master liquidity enhancement conduit*), il était pourtant apparu comme la principale réponse de l'exécutif à la tourmente qui agite les marchés financiers depuis déjà trois mois, et dont l'ampleur devient chaque semaine plus évidente.

CONNU SOUS L'ACRONYME M-LEC, CE SUPER FONDS ÉTAIT APPARU COMME LA PRINCIPALE RÉPONSE DE L'EXÉCUTIF AMÉRICAIN À LA TOURMENTE DES MARCHÉS FINANCIERS.

Le superfonds était conçu comme une coopérative privée, portée par les trois premières banques américaines (Citi, JP Morgan Chase et Bank of America) et d'autres grandes institutions. Son rôle aurait été de racheter des actifs financiers aux « véhicules d'investissement structuré » (*structured investment vehicles*, ou SIVs) créés par les banques et fragilisés par la crise des marchés. Les SIVs, entités hors bilan généralement domiciliées dans des paradis fiscaux, sont contractuellement tenus de se mettre en faillite dès lors qu'ils passent en dessous de certains ratios de solvabilité liés à la valeur attribuée à

leurs actifs. Le risque actuel est celui d'une spirale d'effondrement des prix de ces actifs en partie issus de titrisations de créances immobilières : un SIV en difficulté doit vendre dans l'urgence et à prix cassés, ce qui fait chuter les références de valeur d'actifs comparables et risque de déclencher la clause de liquidation pour d'autres SIVs, et ainsi de suite. L'espoir était que le superfonds, en rachetant des actifs aux SIVs avant que ceux-ci se retrouvent en détresse, établisse des références de prix relativement élevées, et qu'en même temps il sauve lesdits SIVs de la faillite, mettant ainsi fin à l'engrenage baissier par un ingénieux mécanisme de mutualisation.

Absence de liquidité. Mais cela supposait résolu le problème principal de la situation de marché actuelle, l'absence de liquidité et donc de prix de marché pour les titres complexes. Si le prix choisi pour les rachats par M-LEC était trop bas, les SIVs ne pouvaient pas être sauvés, et s'il était trop élevé, c'est le superfonds lui-même qui aurait risqué le défaut. Lorsque le marché s'arrête, il est périlleux de prétendre le remplacer par la création de toutes pièces d'un « acheteur en dernier recours ».

L'alternative est de laisser les prix chuter suffisamment pour que des investisseurs retrouvent l'envie de les acheter, même si certains acteurs doivent y laisser leur peau. Comme dit l'ancien président de la Banque centrale américaine, Alan Greenspan, « *les vautours sont parfois très utiles* ». En maintenant les SIVs en survie, M-LEC visait à diminuer le risque systémique, mais il aurait peut-être retardé l'assainissement du marché. Il n'est d'ailleurs pas sûr qu'il aurait été possible de le créer assez vite pour éviter l'inévitable.

Plusieurs SIVs ont déjà été liquidés, et d'autres suivront sans doute

dans les semaines à venir, alors que la mise en place du superfonds aurait sans doute pris plusieurs mois. Du reste, il ne se serait agi sans doute que d'un répit, car le fonds n'aurait pu racheter que les actifs les mieux notés, donc en principe les moins risqués. Les SIVs auraient gardé des titres de qualité douteuse pour poursuivre leur misérable existence, sans garantie de s'en sortir à moyen terme en l'absence de rebond du marché.

Crise de confiance. Donc, beaucoup de bruit pour rien ? Hélas non, car l'épisode a des conséquences pour une administration Bush déjà bien discréditée. Certes, le plan ne nécessitait aucun apport d'argent public, ni changement de réglementation. Mais, en associant son nom à l'initiative et en n'hésitant pas à décrocher son téléphone pour persuader certaines banques de participer, le secrétaire au Trésor, Hank Paulson, a engagé le crédit de l'État. Or la crise actuelle est avant tout une crise de confiance. En donnant au marché l'occasion de mettre en doute son jugement, le Trésor aura pris le risque d'aggraver un sentiment d'incertitude qui n'est actuellement pas bien loin de la panique.

Ancien banquier d'affaires lui-même, Paulson a peut-être succombé au désir d'apporter une contribution constructive à une situation de marché difficile. La Banque centrale américaine, plus prudente, est restée très en retrait pendant tout l'épisode M-LEC. La position de l'État dans les crises financières est celle du dernier recours : intervenir trop tôt, c'est risquer de perdre des leviers pour agir plus tard, si la situation tourne encore plus mal.

(*) *Économiste au sein du centre de réflexion européen Bruegel, associé de la société de conseil Ecif.*