

► **Christophe Nijdam, AlphaValue : "Les valorisations des banques sont attractives, mais..."**

Lundi 22 août 2011



Les banques françaises éprouveraient des difficultés de financement à court terme selon des informations qui circulent depuis plusieurs jours, et qui ont largement contribué à accélérer le plongeon des cours de bourse. Christophe Nijdam, analyste secteur bancaire au sein d'AlphaValue, leader européen de la recherche indépendante sur les valeurs paneuropéennes, fait un point complet sur la situation.

Tradingsat.com : Comment les banques se financent-elles ?

Christophe Nijdam : Le financement d'une banque repose premièrement, pour simplifier, sur ses capitaux propres, puis sur des emprunts obligataires émis sur les marchés, et enfin principalement sur des ressources à court terme procurées pour une partie par le marché de détail (*retail funding*) - qui est simplement les dépôts de la clientèle des particuliers et des PME -, et pour l'autre, par le *wholesale funding*, c'est-à-dire le marché de financement de gros. Ce marché de gros se répartit en quatre composantes : les dépôts des grandes entreprises (*corporate deposits*), le marché interbancaire proprement dit, le papier court terme tel que les certificats de dépôt, les billets de trésorerie, et enfin, les *repurchase agreements* (pension livrée).

Tradingsat.com : Quel est le problème des banques françaises ?

Christophe Nijdam : Il réside dans leur trop forte dépendance aux *us money markets funds*, comme source de financement de gros à court terme en dollars. En temps normal cela ne pose pas de problème, mais nous sommes dans une crise qui résulte d'un enchaînement d'événements malencontreux. Premièrement, le plan de sauvetage de la Grèce du 21 juillet, qui a abouti à un défaut partiel, n'a pas satisfait les marchés qui en ont déduit que le Portugal et l'Irlande risquaient de se voir appliquer le même « remède ». Par contagion, on s'est aussi posé des questions sur l'Italie. Etape numéro 2, à tort ou à raison, les marchés ont commencé à s'inquiéter de la situation des banques françaises, les plus exposées à l'Italie après les banques italiennes ; en particulier **BNP Paribas** et **Crédit Agricole**, qui disposent de filiales locales (BNL, Cariparma et Friul Adria). Puis est intervenue la dégradation par S&P de la note des Etats-Unis. Enfin, quatrièmement, il se trouve que les *us money markets funds*, ont grosso modo la moitié de leurs actifs investis dans du papier à court terme de banques européennes, avec une surpondération à 15% des banques françaises qui étaient jusqu'ici réputées les plus sûres. Pour diminuer leur risque, les *us money markets funds* ont donc allégé leurs positions sur les banques européennes, et plus particulièrement sur les banques françaises.

Tradingsat.com : En quoi cela affecte-t-il les banques françaises ?

Christophe Nijdam : Parce que cela entraîne une tension sur leur liquidité dollar - leur financement à court terme en dollars -, d'autant plus marquée que le scénario macroéconomique se noircit rapidement. La croissance aux Etats-Unis et en Europe est extrêmement molle ; le scénario d'un *double dip* est désormais sérieusement envisagé. Or, un environnement macroéconomique dégradé s'accompagne toujours d'une remontée substantielle du coût du risque dans les comptes des banques. C'est la conjonction de tous ces facteurs qui explique la très grande nervosité des opérateurs à leur sujet.

Tradingsat.com : La BCE garantit néanmoins le fonctionnement du système bancaire.

Christophe Nijdam : En 2008, suite à la faillite de Lehman Brothers, la liquidité dollar de nombreuses banques européennes - ce fut le cas en particulier pour **Fortis** et **Dexia** - s'était asséchée en l'espace de deux semaines. On a appris par la suite que la Fed avait allégrement refinancé **Dexia** à l'époque. Mais la Fed n'a plus les mêmes marges de manœuvre aujourd'hui. Son bilan a quadruplé à près de 3 trillions de dollars et contient près d'un trillion de dollars d'actifs de qualité médiocre hérités des subprimes. D'où sa très grande sensibilité à la question de la liquidité non seulement des banques américaines, mais surtout des banques européennes qui ne bénéficient pas aux Etats-Unis du financement sur le marché de détail, et qui dépendent exclusivement du *wholesale funding*, le mode de financement le plus volatil. C'est là qu'intervient la BCE en offrant des liquidités illimitées, notamment en dollars grâce aux accords de *swaps* passés avec la Fed.

Tradingsat.com : Ces liquidités « illimitées » sont-elles suffisantes pour éviter un grave problème de financement ?

Christophe Nijdam : Les accords de *swaps* des banques centrales avec la Fed - il n'y avait pas seulement la BCE mais aussi les banques centrales du Japon, du Canada, d'Angleterre et de Suisse - avaient porté en 2008 sur des montants de 600 milliards de dollars. Ce que l'on peut dire aujourd'hui, c'est que les encours des *us money market funds* s'élevaient à 1570 milliards de dollars au 30 juin 2011. En tenant compte du fait que la moitié est investie dans les banques européennes, cela représente 785 milliards de dollars, s'il fallait, dans un scénario noir, pallier à l'arrêt de 100% de cette source de financement de gros. Et ce chiffre ne tient pas compte des ressources tirées du

marché interbancaire en dollars qui pourrait lui aussi se contracter temporairement. Mais, a priori, le scénario le plus noir ne se réalise jamais...

Tradingsat.com : Est-ce que les craintes sur le secteur sont justifiées ?

Christophe Nijdam : Si l'on reprend depuis le début l'enchaînement des évènements qui ont conduit à la panique, les inquiétudes sur la dette souveraine italienne ne sont à mon sens pas justifiées, mais les marchés pensent différemment, et... le marché a toujours raison à un instant t même s'il a tort à long terme. Sur un plan rationnel, la situation italienne ou de la zone euro en général n'est pas cataclysmique ! Il n'en demeure pas moins que les marchés perdent leurs repères. La psychologie, en l'occurrence la peur, détermine aujourd'hui leur orientation. Il va donc falloir qu'ils se calment pour se recentrer à nouveau sur les fondamentaux.

Tradingsat.com : Justement, que faut-il penser aujourd'hui des valorisations des banques françaises ?

Christophe Nijdam : Elles sont extrêmement attractives, ce qui n'empêche pas que leurs cours de bourse pourraient continuer à chuter, à cause de la psychologie du marché. Aussi, bien que nous recommandions les banques françaises à « Achat fort », il convient d'être prudent dans la période actuelle et, pour un particulier, d'attendre que cela se stabilise pour acheter. Le ratio *price to book* 2011, c'est-à-dire le rapport du cours de bourse sur les capitaux propres comptables, s'établit à 0,32 pour **Société Générale**, 0,56 pour **BNP Paribas**, et 0,33 pour **Crédit Agricole**, qui sont à des niveaux inférieurs de moitié de ceux de 2008/2009 et parmi les plus faibles des 39 grandes banques européennes cotées que nous couvrons sur 13 pays chez AlphaValue.

Propos recueillis par François Berthon

Copyright (c) 2006-2011 **Tradingsat.com**. Tous droits réservés.