



INTERVIEW
CHRISTOPHE J. NIJSDAM
ANALYSTE
CHEZ ALPHAValue

« La France et la Belgique ne retrouveront pas leur mise »

La garantie qui devrait être apportée par la France à une structure de défaillance portant notamment sur le portefeuille obligataire de 95 milliards d'euros de Dexia peut-elle mettre en péril la note triple A du pays ?

Une telle opération, et si l'on devait en retenir 100 % sans partage avec la Belgique, impliquerait d'inclure dans les calculs d'endettement de la France le montant de 95 milliards d'euros qui représente environ 5 % du produit intérieur brut (PIB) français. Une augmentation de notre dette publique de ce niveau ne devrait pas entraîner de dégradation de la note de crédit française. Mais le problème de Dexia doit être replacé dans la crise de liquidités qui touche toutes les banques de l'Hexagone. Si le gouvernement était aussi appelé au secours du secteur bancaire dans son entier comme en 2008, le triple A de la France risquerait d'être remis en cause. L'Etat avait alors mobilisé 360 milliards d'euros pour les banques, ce qui représente près de 20 % du PIB français. Si l'on devait mobiliser de nouveau un montant équivalent en plus d'une garantie apportée à Dexia, l'endettement de la France atteindrait ainsi 115 % de son PIB à fin 2012, se rapprochant ainsi dangereusement du niveau de l'Italie.

Un démantèlement de Dexia est-il inéluctable ?

La crise de liquidités qui s'est abattue sur les banques européennes depuis le début de l'été aura en tout cas rendu inopérant

le schéma qui consistait à laisser Dexia gérer l'extinction progressive de son portefeuille obligataire hérité de la crise. Dans le contexte actuel de contagion de la crise grecque à toute la zone euro, le volume de dette souveraine pour les seuls PIIGS, de près de 23 milliards d'euros logée au sein de ce portefeuille, n'est plus soutenable parce que Dexia n'a plus les moyens de se refinancer. Ce montant de dettes souveraines représente en effet deux fois et demie les fonds propres de la banque dans un contexte très dégradé de liquidités.

Faut-il pour autant organiser une vente par appartements ?

Une telle option peut être une façon de sauver les meubles alors que le cours de Dexia ne cesse de chuter. Les Etats belge et français actionnaires ne retrouveront pas leur mise de départ car il serait utopique de penser que le titre de Dexia puisse désormais remonter à 9,90 euros, le prix auquel la recapitalisation de la banque s'est faite fin septembre 2008. En revanche, la somme des parties de Dexia devrait permettre d'atteindre une valorisation proche de 3,5 euros par action. Ce serait près de trois fois mieux que le cours actuel du titre. La simple cession de la filiale turque Denizbank, que nous estimons à plus de 3 milliards d'euros, dégagerait plus que la capitalisation boursière de sa maison mère. Et ce n'est pas le seul actif digne d'intérêt.

PROPOS RECUEILLIS PAR
N. R.