

La scission, une solution au “Too big to fail”

Entretien avec Christophe Nijdam, analyste secteur bancaire chez AlphaValue¹

En juin dernier, vous avez jeté un pavé dans la mare en publiant l'étude « Libérons les banques » qui prône une séparation entre la banque de dépôts et de crédits et la banque de marché. Selon vous, pourquoi les réactions ont-elles été aussi vives en France alors que des discussions sur ce thème étaient déjà en cours au Royaume-Uni et aux États-Unis ?

Tout d'abord, comme il n'existait aucun débat en France, nous avons mis les pieds dans le plat d'un sujet tabou. Ensuite, trois éléments cumulés expliquent les réactions vives de ces dernières semaines. Le premier est l'appel du procès Kerviel qui a remis sur le devant de la scène les discussions sur la place des activités de marchés dans la banque et l'incapacité à se protéger d'une fraude ; le second est l'affaire JP Morgan, dite « La baleine de Londres » démontrant que même l'acteur considéré comme le meilleur parmi les meilleurs en matière de gestion des risques de marché et d'utilisation de la VAR (*Value At Risk*), pouvait entraîner des risques spéculatifs majeurs. Enfin, l'affaire plus récente du Liborgate a fait

avancer un débat encore inaudible en France il y a trois mois. Cet événement a eu l'effet d'un catalyseur en mettant en exergue les conflits d'intérêt pouvant exister entre la banque de dépôts et de crédits et la banque de marché vis-à-vis des clients entreprises.

La minimisation de deux points de base du Libor, sur une période de cinq ans, représente potentiellement un préjudice considérable. Selon un calcul simple, le préjudice supporté par les entreprises pourrait avoisiner 450 milliards de dollars au niveau mondial², un montant supérieur aux 300 milliards de dollars de pertes avérées sur les seuls crédits *subprimes*. L'ampleur financière de cette affaire est colossale comparée à ce que l'on a connu dans d'autres domaines, par exemple lorsque l'industrie américaine du tabac a dû payer deux cents milliards de dollars d'indemnisation. La banque Barclays sera principalement poursuivie sur le plan pénal et les procès civils conduits par les entreprises nord-américaines déferleront avec d'éventuels *Punitive Damages* susceptibles de tripler le montant du préjudice. D'autres banques sont impliquées dans ce qui a été rendu

possible par le mélange des genres, c'est-à-dire des activités de marché au sein de la banque à tout faire. Appliquez ce triplement « punitif » au montant des préjudices, et vous comprendrez aisément le risque de répercussion systémique de ce scandale... qu'il convient de circonscrire au plus vite.

Dans un tel contexte, l'étude d'AlphaValue qui défend l'idée d'une scission entre la banque de dépôts et de crédits et la banque de marché pour les banques européennes et françaises ne pouvait que susciter de vives réactions.

Vos conclusions vont dans le sens d'un retour au Glass-Steagall Act. N'est-ce pas un raisonnement un peu extrême ?

Non, car c'est à partir de la fin du *Glass-Steagall Act* que la finance a dérapé. Et contrairement à ce qu'affirment certains dirigeants bancaires français, le modèle de banque universelle n'a pas mieux résisté pendant la crise. N'oublions pas que Fortis et RBS ont dû être sauvées par les États. Et huit banques universelles figurent parmi le top des dix banques européennes ayant enregistré les pertes annuelles les



CHRISTOPHE NIJDAM, ANALYSTE SECTEUR BANCAIRE CHEZ ALPHAValue,

leader européen de la recherche indépendante sur les valeurs paneuropéennes, depuis sa création en 2008. Membre de la SFAF, il a débuté sa carrière en 1979 au Crédit Lyonnais New York comme analyste financier puis *corporate banker*. En 1983, il rejoint le siège du CCF pour cofonder l'activité de dérivés taux et devises, avant de repartir aux États-Unis comme représentant financier de la direction des marchés des capitaux. En 1989, il devient directeur général États-Unis du Crédit du Nord avant d'intégrer l'équipe du *Nouvel Économiste* en 1992, en tant que vice-président du conseil d'administration en charge des affaires financières. Il crée en 1994 CapitalAction, dont il est également associé-gérant. Maître de conférences à Sciences-Po Paris de 1998 à 2008, il continue d'intervenir en *executive master* finance d'entreprise et marchés des capitaux depuis 2001.

plus importantes sur la période 2008-2011. Si l'État français ne s'était pas porté fort, à hauteur de 360 milliards d'euros en 2008, les banques françaises auraient été balayées dans la crise systémique. En 2011 et en 2012, c'est la BCE avec sa facilité de refinancement à trois ans qui a à nouveau permis aux banques françaises de tenir face à la crise de liquidité du second semestre 2011 qui les a tout

Au travers de sa garantie implicite en l'état actuel des choses, on peut légitimement se demander si c'est le rôle de l'État que de continuer à subventionner les bonus de ces happy few, alors qu'on va demander des efforts aux Français.

► particulièrement fragilisées³. Les banques françaises n'ont pas mieux résisté parce qu'elles étaient universelles mais parce qu'elles sont *too big to fail*⁴.

Pourquoi entrer dans ce débat et défendre l'idée de la séparation juridique complète des activités ?

En tant qu'analystes financiers indépendants, notre rôle est de défendre le point de vue de l'actionnaire minoritaire de certaines banques françaises universelles qui a connu une importante destruction de valeur (de l'ordre de 80 %), alors que d'autres modèles de banques européennes ont entraîné une diminution de valeur d'environ 60 %.

Les actionnaires ont beaucoup perdu, certes en grande partie en raison de leur absence de gouvernance, mais ils ont le droit, en tant que propriétaires, de récupérer une partie de cette valeur emprisonnée dans la décote "conglomérale". Les salariés des banques ont également le droit de ne plus subir le *Bank bashing*, lié aux activités de marché. Scinder juridiquement les activités ne conduit pas à détruire de la valeur ; au contraire cela offrirait l'opportunité aux actionnaires de récupérer une partie de la décote, de 15 % à 42 % pour les quatre principales banques françaises, tout en gardant une option sur un retour à meilleure fortune.

Il était d'ailleurs intéressant de lire, au mois de juillet dernier, que même Sandy Weill, ex-président du conglomérat Citigroup créé à la fin des années quatre-vingt dix et "tombeur" du *Glass Steagall*, est, lui aussi, séduit par le retour à cette idée de séparation juridique. La liste

des personnalités qui y sont favorables s'allonge de jour en jour et est disponible sur le site de l'ONG FinanceWatch⁵.

Pour quelles raisons ne retenez-vous pas les options Vickers (Royaume-Uni) et Volcker (États-Unis) ?

Parce que ces options n'impliquent pas de réel changement, ni en termes de valorisation et donc pour l'actionnaire, ni en termes de réduction de la taille des bilans *too big to fail*.

L'option Vickers, dont l'entrée en vigueur est prévue pour 2019, défend l'idée d'une filialisation de la banque de détail vis-à-vis des activités de marché et de financement ; la banque de marché reste donc au sein du groupe. Quant au choix américain Volcker, il vise à interdire le *trading* pour compte propre qui fait l'objet de définitions dans un document comportant pas

moins de 300 pages "d'exceptions" autorisées, ce qui en montre non seulement la complexité mais surtout l'inefficacité d'application. En outre, les activités de tenue de marché et de prise ferme n'en sont pas exclues, ni la possibilité risquée de prêter aux *hedge funds*.

Des personnalités de la Place parisienne et banquiers critiquent votre étude.

Qu'en pensez-vous ?

Tout d'abord, je rappellerai, comme le disait Einstein, « *qu'on ne peut pas résoudre un problème avec ceux qui l'ont créé* ». Une certaine confusion règne à dessein. Certaines personnalités émettent même l'idée qu'il s'agirait d'un complot anglo-saxon de façon à permettre à ces derniers d'opérer librement dans les marchés. Mais notre préconisation visant à séparer la banque d'investissement ne signifie pas stopper les activités de marché, mais de

BANC D'ESSAI DES TROIS RÉFORMES POSSIBLES DU POINT DE VUE DES DIX PARTIES PRENANTES

		VOLCKER	VICKERS	GLASS-STEAGALL
Actionnaires	Libération de valeur			
Dirigeants	Asymétrie des intérêts particuliers			
Contribuables	Aléa moral / 2B2F			
Clients	Conflits d'intérêts			
Déposants	Sécurisation des dépôts			
Créanciers	Evaluation du risque de crédit			
Employés de banques	Incivilité / réputation			
Régulateurs	Interconnexion / risque systémique			
Intérêt national	Champion national de la banque de marché			
Société civile dans son ensemble	Utilité sociale			

Source : AlphaValue

les faire à l'extérieur de la banque de dépôts, sans la garantie implicite de l'État. Pourquoi ne pas imaginer, par exemple, une consolidation du secteur avec une fusion de différentes banques d'investissement et la création d'un ou deux acteurs majeurs à partir des quatre banques de marché françaises ?

La position des principales banques françaises, telle que je la perçois aujourd'hui, serait d'opter pour une solution *Volcker light*, ce qui n'induirait aucun changement majeur, et surtout ne répondrait pas à l'objectif de réduction de la taille, le *too big to fail*. En scindant en deux les banques françaises, on commence à morceler le problème de la taille en réduisant les bilans de près de 40 %... C'est un bon début.

On peut certes comprendre que ce sujet de la séparation juridique des activités soit un thème délicat pour quelques dirigeants et pour des traders des banques universelles (soit 9 000 personnes environ, c'est-à-dire 0,01 % de la population françaises) alors qu'un sondage publié

en juillet rappelait que 84 % des Français soutiennent l'idée de séparation des activités bancaires de détail et de marchés⁶. Et au travers de sa garantie implicite en l'état actuel des choses, on peut légitimement se demander si c'est bien le rôle de l'État que de continuer à subventionner les bonus de ces *happy few*, alors que l'on va demander des efforts aux Français.

Que répondez-vous à ceux affirmant que la séparation des métiers augmenterait le coût des crédits pour les particuliers ?

Ce sont les nouvelles normes de Bâle 3 (ratios de liquidité et de solvabilité) qui vont augmenter les taux d'intérêt des prêts immobiliers, pas la scission juridique. Et cette hausse des taux sera marginale (de 0,25 % à 0,85 %) alors que Bâle 3 permettra d'avoir des banques plus solides, dont on a un besoin impératif pour financer l'économie réelle, la vie de tous les jours. Une séparation des activités, quelle que soit sa forme, n'empêchera pas l'accès aux mar-

chés de taux, ni l'utilisation d'instruments de couverture réelle comme les *swaps* pour la banque de dépôts et de crédits. Une fois de plus, la confusion est volontairement entretenue sur ces sujets, certes compliqués. Dans quels buts si ce n'est pour la préservation de quelques intérêts catégoriels ? ■

(1) AlphaValue a reçu le prix de la « meilleure recherche indépendante » en France dans le cadre du Thomson Reuters Extel Survey 2012.

(2) \$450 000 milliards de dérivés de taux basés sur le LIBOR x 0,02 % x 5 ans = \$450 milliards

(3) Les banques françaises sont les troisièmes bénéficiaires les plus importants des deux facilités de refinancement à trois ans de la BCE (« LTRO »), derrière les banques espagnoles et italiennes.

(4) Too big to fail (ou « 2B2F »): banques dont la taille trop importante les rend systématiques, ce qui ne permet pas à l'État de les laisser faire faillite.

(5) <http://www.finance-watch.org/2012/07/who-are-the-senior-bankers-calling-for-separation/>

(6) Les Échos, 31 juillet 2012, page 22.

SPLITTING THE BANKS TO SOLVE THEIR 2B2F STATUS

Of the three reforms (Volcker, Vickers, Glass Steagall), only a Glass Steagall split reduces the balance sheet size of French universal banks by c.40%, a start to solve their 2B2F status and to unlock their 25% conglomerate valuation discount.

Christophe Nijdam
www.revueanalysefinanciere.com

50 ANS
 AU SERVICE DE L'EXPERTISE FINANCIÈRE
 1961 / 2011



Le 19 janvier 2012, la SFAF a célébré son cinquantième anniversaire. Les vidéos et les photos de l'événement peuvent être consultées sur le site de l'association www.sfaf.com