



Quand la complexité financière devient une menace...

Novembre 2007

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

La présente recommandation est une communication publicitaire telle que définie à l'article 24, §2 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements et elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Money does not perform. People do.



Ces dernières années les techniques financières se sont fortement complexifiées. La crise actuelle démontre que nous avons atteint les limites de cette complexification qui a eu pour effet pervers de donner l'illusion aux investisseurs qu'il était possible d'obtenir des rendements toujours supérieurs sans leur faire prendre conscience de l'ampleur des risques encourus.

L'ingénierie financière permet de prendre un risque déterminé entre un client et son partenaire financier, de cumuler ce risque à des milliers d'autres afin de créer un produit financier qui sera revendu sur les marchés financiers : c'est la titrisation. Ainsi, un prêt hypothécaire est octroyé au fin fond de l'Illinois par un vendeur motivé plus par sa commission sur la vente que par la récupération du crédit. L'organisme de crédit va décider de cumuler les différents risques afin de les transférer. Pour ce faire, aidé par un banquier d'affaires, il va les titriser.

Lorsque la plupart des institutions financières font de même, lorsque des banquiers d'affaires bardés de diplômes construisent des produits structurés ultrasophistiqués et lorsque les agences de notations leur attribuent des notations de bonne qualité, les investisseurs, minés par la faiblesse des rendements obligataires, se laissent leurrer par des promesses de rendement élevé et ne regardent plus aux risques réels sous-jacents.

Pris dans cette vague, des gérants de fonds monétaires, des assureurs, des banquiers privés, des fonds de pension et même de hauts responsables de grandes institutions bancaires ont oublié un principe clé en matière d'investissement : « N'investis que si tu es sûr de connaître et de comprendre le risque que tu prends. »

D'autre part, le déséquilibre en termes de capacités techniques s'est creusé dangereusement entre l'ingénieur financier actif dans une grande banque d'affaires et certains gérants de fonds moins soutenus par des analyses pertinentes et visant le rendement à court terme.

La crise du subprime américain... l'élément déclencheur d'une détérioration de la santé financière des banques et assureurs

Aujourd'hui, l'effondrement de la valeur de marché d'un grand nombre de crédits, standards ou structurés, oblige certaines banques à passer de nombreuses pertes en IFRS ou US GAAP¹ ; ces pertes seront définitives ou provisoires selon que ces crédits feront ou non défaut dans les prochaines années.

Il est évident que **certaines institutions financières ont, ces dernières années, fait un usage abusif de l'effet de levier sur leur bilan** : elles ont fait croître leurs actifs et passifs de manière excessive par rapport à leurs fonds propres. Au sein de leurs passifs, certaines banques ont exagéré leur dépendance aux marchés financiers pour compenser la faiblesse des dépôts qui ne permettait pas de financer les crédits. Ainsi, l'assèchement des facilités de crédits dans les marchés et l'effondrement des prix de certains de leurs actifs ont mis ces banques dans une situation désespérée en termes de financement à court terme et de fonds propres.

Au contraire, les banques présentant des bilans solides et d'importantes bases de dépôts sont actuellement dans une situation concurrentielle unique et sont dotées d'une forte capacité de fixation des prix.

Etant donné la durée du passif des sociétés d'assurance, ces dernières sont actuellement épargnées par la crise de liquidité. Toutefois, certains assureurs ont également investis massivement dans ces crédits structurés. Si les jeux de plus- et moins-values latentes leur donnent plus de flexibilité, in fine la perte économique sera la même que pour les banques.

¹ Respectivement, normes comptables européennes et américaines.

Quels impacts pour les valeurs financières ?

Avec le temps, le resserrement des crédits aux particuliers et aux entreprises aura un effet négatif sur les économies sous-jacentes. Il est cependant déjà possible d'identifier quelques impacts propres au secteur bancaire.

Ce sont logiquement les activités de banques d'affaire les premières touchées, particulièrement l'émission et le trading de crédits structurés ainsi que l'octroi de crédits à levier dans le cadre de LBO². Dans cette activité, les rares joueurs de niche ou les grandes banques dotés d'une bonne santé financière profiteront d'une capacité de fixation des prix. Le problème pour les banques d'affaires sera dès lors de diversifier leurs revenus. Une période de transition où leur rentabilité et leur croissance sera moindre est inévitable. Il ne faut pas non plus sous-estimer l'impact de la détérioration de la franchise, donc de la réputation, auprès de clients ayant suivi des conseils plus hasardeux.

Pour l'ensemble du secteur bancaire, l'augmentation des coûts de financement sur les marchés et la diminution du levier des bilans impacteront les capacités de croissance de certaines banques et donc leur stratégie. Dans le même temps, les provisions de mauvaises créances vont croître dans les prochaines années, surtout aux États-Unis.

Dans ce contexte, **l'affaiblissement de certains acteurs contribuera au renforcement d'autres. Il est probable que cette crise entraîne un regain de consolidation au sein des banques européennes.** Les opérations seront amicales soit par aveu de faiblesse soit dans le but de conclure des partenariats stratégiques.

Cependant, il est possible de mettre en avant **un effet positif: cette crise devrait ramener les spreads de crédit à un niveau attractif pour des investissements sélectifs de long terme.**

Comment investir ?

Actuellement, certaines banques et assureurs bénéficient d'une cotation attractive pour un investisseur de long terme. Les craintes (recapitalisation, coupure du dividende, etc.) sont justifiées pour certaines valeurs mais pour beaucoup la valorisation de marché quasi égale aux fonds propres sous-estime la stabilité et la récurrence des cash flows et donc la croissance de ces fonds propres.

Selon nous, **la volatilité devrait se maintenir jusqu'à la publication des résultats annuels. Dans le même temps, l'assainissement des bilans, condition sine qua non à un retour de la confiance, servira de support au secteur.**

Il faudra être très sélectif dans les investissements et privilégier les sociétés dotées d'une excellente santé financière et d'une bonne franchise permettant de profiter du contexte actuel. Il faudra également être attentif au mouvement de consolidation en préparation.

La stratégie mise en place au printemps 2007 est selon nous toujours d'actualité : éviter les banques d'affaires et se positionner sur les gérants d'actifs et les banques de détail tandis qu'au sein des assureurs, il faut privilégier les sociétés en cours de restructuration ou les acteurs de niche à fortes rentabilité et croissance. Quant au secteur de l'Immobilier, mieux ne pas s'y exposer. Au-delà de la qualité des sociétés, il faut tenir compte de leur segment ou de leur lieu d'activité. Selon nous, la demande de gestion des mauvais crédits va s'accélérer, c'est pourquoi nous investissons dans Intrum Justitia, leader européen du service de recouvrement de crédits aux particuliers. De même, nous favorisons certains pays d'Europe de l'Est (Pologne, Tchéquie). Dans cette optique, KBC offrant un bilan solide nous semble un bon investissement. La Norvège qui profite de la hausse du pétrole présente un certain intérêt et peut être jouée au travers de la banque DNB NOR. L'exposition à l'Asie peut être augmentée au travers de Standard Chartered et Prudential. Au sein des assureurs, la société April Group, outre ses qualités intrinsèques, bénéficie de la tendance de la croissance de l'assurance santé en France.

² Financement d'un rachat de société par emprunt (souvent utilisés par les private equity).