



Banques européennes : de l'excès de levier à l'excès de régulation

Octobre 2008

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement 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. 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.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. De plus, Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 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.

Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site www.dexia-am.com

Money does not perform. People do.



Le temps de l'interventionnisme de l'État est venu pour le secteur bancaire européen. Le monde politique européen a pris conscience du problème dès la mise en place du plan de sauvetage d'urgence de Fortis. Après les autorités britanniques et suisses, c'est toute l'Europe qui organise divers plans de recapitalisation de ses banques à coup de milliards d'euros. Avec des différences, selon les capacités financières des États ; et un traitement des actionnaires plutôt favorables en Suisse ou aux Pays-Bas ou très défavorables en Grande-Bretagne ou en Belgique.

Ces prises de participations des États sont sans doute la condition sine qua non pour un retour à une certaine confiance entre banques, les garanties d'États sur les dépôts des épargnants n'étant pas suffisantes. Il fallait garantir les prêts faits par les banques entre elles. La solution fut la prise de participation par l'État avec recapitalisation à la clef.

Dans ce contexte, **que pensons-nous du secteur** et quelle est notre **stratégie de sélection de titres** ?

Revenons d'abord sur les **4 grands problèmes** auxquelles les banques doivent faire face.

- Tout d'abord, il y a la crise de liquidité qui a un impact immédiat en termes de **coût de financement**. Une banque qui se finance pour partie dans le marché interbancaire aura un impact drastique sur ses marges et donc durablement sur ses profits.
- Ensuite, il y a les provisions sur les **produits structurés** des banques. Il nous semble que le secteur a pris une grande partie de ses provisions, sans exclure que certains acteurs aient été moins conservateurs.
- A cela s'ajoute, les exigences relatives aux **fonds propres** avec pression de plus en plus forte des États et ce souvent au détriment des actionnaires : ce processus pénible va se poursuivre dans les prochains mois. Des pays comme l'Allemagne, la France, l'Italie ou encore l'Espagne doivent encore clarifier leurs objectifs en termes de bilans des banques.
- Enfin, le **cycle de crédits** et de provisions des banques, lui, ne fait que commencer. Les provisions sur les crédits aux petites, moyennes voire grandes entreprises vont fortement accélérer dans les prochaines années.

Aussi, à court terme, nous restons toujours prudents sur les banques européennes.

Au sein du secteur, nous investissons dans les « business models » qui sortiront plus ou moins intacts de cette crise. Nous pensons que les banques privées retourneront vers une croissance rentable dans l'avenir. En effet, le métier de collectes de fonds demande peu de capitaux et ne souffrira pas d'augmentation des provisions opérationnelles. A ce titre, nous privilégions UBS et Crédit Suisse.

Ensuite, nous pensons que certaines banques généralistes sortiront relativement plus fortes de la crise. Ceci grâce à la disparition de certains concurrents, à leur neutralisation par l'État, ou à des acquisitions créatrices de valeurs. A ce titre, nous préférons KBC et BNP.

Enfin, nous pensons exploiter l'opportunité d'un fort ralentissement des pays d'Europe de l'Est en y investissant pour les prochaines années. En effet, les banques d'Europe de l'Est ont un « business model » de banque de détail assez simple et sont bien capitalisées. Elles ont l'avantage de faire partie d'économies peu bancarisées, avec une convergence économique subsidiée par l'Union Européenne.

Nous ne sommes pas investis aujourd'hui pour des raisons de valorisations et par crainte de fortes augmentations des provisions dans certains pays.

Dans tous les cas, nous évitons les systèmes bancaires britanniques et espagnols, confrontés à une importante bulle immobilière, et à un fort endettement des ménages pour ce qui concerne le Royaume-Uni.

En dehors de certaines banques européennes, nous investissons également dans des activités de niche tels Man group (leader en gestion alternative) ou IFG (trust fiscaux pour particuliers).

Enfin au sein des assureurs, nous investissons dans des sociétés de services de niches à forte croissance et qui prennent peu de risque sur le bilan (tels Admiral, April ou encore Amlin).