



Le secteur financier européen : à la recherche d'un nouvel équilibre

Septembre 2008

Le début de l'été a permis aux valeurs bancaires d'entamer un fort rebond. Beaucoup se demandent maintenant si le secteur est arrivé au bout du tunnel ou du moins si la lumière apparaît enfin au loin.

Il semblerait que la stratégie généralisée depuis des mois de vendre les actions bancaires et d'investir massivement dans les valeurs liées aux matières premières s'essouffle, probablement parce qu'elle était maintenant devenue trop consensuelle. Ainsi, des résultats meilleurs qu'attendus au sein du secteur financier et la correction des prix des matières premières, ont permis aux banques européennes, dans le sillage des valeurs américaines, de rebondir d'environ 25 %.

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.

Money does not perform. People do.



Des banques dépendantes du marché immobilier américain

Les problèmes des banques, ainsi que de certains assureurs, ont débuté dans le sillage des turbulences du marché immobilier américain. En toute logique, ils se termineront lorsque ce dernier se sera enfin stabilisé !

En effet, les banques tant européennes qu'américaines ont été obligées de procéder à de nombreuses réductions d'actifs. Toutes n'ont pas eu la même rigueur en la matière. Il est ainsi probable que certaines aient pris trop de précautions tandis que d'autres n'en aient pas pris suffisamment. Cependant, une nouvelle baisse de 15 % du marché immobilier américain et l'élargissement des spreads de crédits structurés et autres qui en découleraient porteraient un nouveau coup dur à l'ensemble du secteur.

Actuellement, les banques focalisent leur attention sur leurs besoins en capitaux. Certaines d'entre-elles disposent encore de capitaux très limités et cherchent les solutions adéquates qui leur permettraient de remplir les exigences de solvabilité. Ces solutions passent souvent par des ventes d'actifs opérationnels ou financiers.

Les efforts des banques en la matière ne sont pas sans répercussion. Ainsi, si les ventes d'actifs financiers tels que les RMBS¹ à des prix sacrifiés permettent d'augmenter les ratios de solvabilité, elles entérinent aussi définitivement des pertes qui jusque-là n'étaient que potentielles. Dans le même temps, la vente de filiales, même si ces dernières n'appartiennent pas au métier de base de leurs maisons mère, a un impact direct sur la rentabilité et la croissance des groupes bancaires. Dans le contexte actuel, la stratégie des banques est clairement de privilégier le désendettement et la réduction de l'effet de levier dans les bilans même si cela doit se faire au détriment de la croissance des activités.

Ces solutions apportées aux problèmes de solvabilité rassurent à court terme les investisseurs mais ne répondent pas à l'ensemble des problèmes du secteur. Ainsi, les revenus du secteur sont fortement mis sous pression alors que la base de coût est peu flexible.

D'autre part, les provisions sur les prêts aux entreprises vont fortement accélérer étant donné le ralentissement économique et l'augmentation sensible du coût du crédit.

D'où viendra la lumière ?

Selon nous, ce sont d'abord **les banques de détail** qui verront la sortie du tunnel. Malgré un environnement difficile en termes de volumes, elles devraient pouvoir restaurer leurs marges sur les produits de crédit aux particuliers grâce à la **diminution de la concurrence** au sein du secteur. Dans ce contexte, nous privilégions l'**Italie** où malgré une économie qui tourne au ralenti, le paysage bancaire est fortement consolidé. Nous favorisons également la **Norvège** qui bénéficie d'un environnement économique solide et d'une faible compétition.

Dans un avenir plus lointain, les **banques d'investissement** devraient reprendre des couleurs. Après avoir procédé à de nombreuses réductions d'actifs, elles devraient rebondir assez rapidement sans être trop touchées par l'augmentation des provisions en 2009 et 2010. La question est surtout de **savoir quelle prime de risque les investisseurs vont exiger pour investir dans une industrie où la compétition reste acharnée et où le manque de transparence et la volatilité des résultats restent traumatisants.**

Quant aux banques fortement exposées aux entreprises et au cycle de hausse des provisions, leurs problèmes ne font que commencer.

¹ Mortgage Backed Security (MBS – titre adossé à des créances hypothécaires) : il s'agit d'une forme spécifique d'ABS, dans laquelle les actifs sous-jacents sont exclusivement des crédits hypothécaires. Il y a d'une part, les instruments dont le gage est constitué par des crédits hypothécaires résidentiels (Residential Mortgage Backed Securities ou RMBS) et, d'autre part, par des crédits hypothécaires commerciaux (Commercial Mortgage Backed Securities ou CMBS).

Qu'en est-il pour le secteur de l'assurance ?

Les assureurs sont dans une position de solvabilité et de business bien plus confortable que les banques. Ils ont retenu la leçon de leurs derniers excès. Aujourd'hui, leurs investissements sont en ligne avec leurs passifs. Cependant, **tous ne sont pas logés à la même enseigne.** Ainsi, par exemple, Admiral Plc ne prend aucun risque bilantaire tandis qu'Aegon possède de gros portefeuilles de crédits aux entreprises.

En termes d'évolution des affaires, nous constatons un **ralentissement tant structurel que conjoncturel de la rentabilité de l'assurance vie en Europe.** Il en est de même pour l'assurance non vie dans certains pays, comme l'Italie. Certaines niches sont néanmoins porteuses, comme par exemple l'assurance santé en France qui est en croissance structurelle (nous investissons à ce titre dans April Group), l'assurance auto en Angleterre où après des années difficiles, nous assistons à un regain de la capacité de fixation des prix et à un ralentissement de l'augmentation des plaintes (nous profitons de cette opportunité en investissant dans Admiral).

Les services financiers de niche sont attractifs

Nous continuons de privilégier les services financiers de niche qui par ailleurs, malgré le contexte défavorable pour les valeurs financières, surperforment toujours l'univers européen (MSCI Europe). **Ces entreprises sont attractives pour plusieurs raisons : elles ne prennent pas de risques bilantaires ; elles ont besoin de peu de capital pour supporter leur croissance ; souvent spécialisées sur des activités spécifiques, elles disposent d'un personnel hautement qualifié plus sensible au succès de l'entreprise.**

Dans ce segment, nous investissons principalement dans Man Group, Tullet Prebon et Intrum Justitia.