



Les banques européennes : entre victimes comptables et excès de levier

Avril 2008

La crise du subprime, qui a débuté il y a un an, a entraîné dans son sillage l'ensemble du secteur financier mondial. Les valeurs financières européennes n'ont pas échappé à la tourmente et ont subi un mouvement de derating très important. Le gros de la crise semble maintenant derrière nous ; il est dès lors temps de s'interroger sur l'état du secteur bancaire européen ainsi que sur les autres secteurs financiers.

L'utilisation d'un levier sur fonds propres par les banques pour augmenter leur rentabilité est une pratique inhérente à leur activité. En effet, la plupart des crédits accordés aux particuliers ou aux institutionnels sont financés par de la dette. Ce qui a changé ces dernières années, c'est l'augmentation de cet effet de levier suite à la sophistication croissante des instruments financiers et à de nouveaux besoins créés auprès des clients. C'est ainsi que la prise de risque a fortement augmenté tant sur le bilan qu'hors bilan de telle façon que les banques ont présenté des niveaux de rentabilité à court terme artificiellement élevés

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.



La structure de revenus des banques va évoluer

La crise actuelle a modifié le paysage du secteur financier mondial. Si les besoins en services financiers vont globalement continuer de croître, certaines activités ne permettront plus, dans le futur, de dégager les rentabilités en vigueur avant la crise. Cette tranche de revenus amenée à diminuer est celle créée par la bulle des crédits et de l'immobilier. En effet, ces dernières années, de nombreuses banques, confiantes dans le momentum passé et soutenues par une demande de la clientèle dopée par ces mêmes banquiers, ont fortement augmenté leurs capacités dans les marchés de crédits. Aujourd'hui, suite aux modifications des conditions de crédit, la demande finale s'est tarie. Dans le même temps, les besoins en capitaux et les pertes occasionnées par la crise ont accéléré la réduction des activités de crédits.

Nous allons donc assister à un changement radical du paysage concurrentiel dans le secteur. Certains acteurs vont renforcer leurs parts de marché tandis que d'autres vont totalement disparaître. A moyen terme, cette réorganisation devrait avoir un impact positif sur les marges.

Le rôle des règles comptables ne doit pas être négligé

Un élément dont il va falloir tenir compte dans le futur et qui a joué un rôle non négligeable dans la crise actuelle réside dans l'impact des règles comptables IFRS. En effet, ces règles ont joué un rôle destructeur ces derniers mois.

Lorsque les règles IFRS ont été instaurées, peu de gens avait imaginé leurs effets pervers lors d'une crise de liquidité. Ainsi, les banques qui avaient acheté des crédits structurés dans une vue de moyen à long terme n'ont jamais imaginé l'impact négatif de l'obligation comptable d'inscrire au bilan les plus- et moins-values sur ce type de produit en cas de crise de liquidité et de baisse marquée des prix de marché.

D'un excès de levier à un excès de recapitalisation ?

Les « writedowns » comptables ont poussé de nombreuses banques à se recapitaliser massivement à des conditions très dilutives étant donné l'environnement de marché difficile.

Si, selon nous, la crise actuelle trouve en partie son origine dans l'excès de levier, nous nous interrogeons maintenant sur le bien-fondé de ce mouvement massif de recapitalisation. En effet, certaines banques ont procédé à des levées massives de capitaux en prétextant l'impact bilantaire des nombreux « writedowns ». Cependant, nous pourrions bien assister dans les prochaines années à des « writeups » puisque, en fonction des recouvrements réels des crédits, le taux de perte final de certaines banques pourrait être inférieur à ce qu'elles ont provisionné.

Secteur financier – monde politique : quelles relations ?

La crise actuelle va également influencer l'évolution future des relations entre le secteur financier et le monde politique. Le support financier des banques centrales et des gouvernements au monde bancaire ne se fera pas sans contrepartie.

De par leurs fonctions, les banques ont un rôle central dans l'économie. Aussi, elles ont une certaine responsabilité que le monde politique saura leur rappeler. Les excès de levier et de risques pris ces dernières années ont entraîné des conséquences désastreuses tant pour les banques que pour les économies. Il faut dès lors s'attendre à une augmentation de l'interventionnisme de l'État. Les exigences de fonds propres, de transparence ou les limites de risques seront plus que probablement renforcées pour certaines activités, peut-être même de façon excessive. Ce nouvel interventionnisme entraînera-t-il une plus grande harmonisation entre les régulateurs nationaux ? Nous n'en sommes malheureusement pas convaincus.

Quelle stratégie pour les valeurs financières ?

Dans ce contexte difficile, il est vital de mettre en place une stratégie d'investissement cohérente et viable à moyen terme. Nous nous sommes récemment positionnés sur des sociétés dont la valorisation nous semblait extrêmement basse du fait d'un sentiment trop négatif. Dans le même temps, nous désirons favoriser les sociétés susceptibles d'offrir les meilleures croissances bénéficiaires dans les prochaines années. La plupart des banques ne se qualifieront pas après ce premier tri sauf les banques de détail dans des pays à forte croissance et à faible endettement de la population, comme certains pays d'Europe de l'Est.

Si les banques ont selon nous des perspectives bénéficiaires peut encourageantes, certaines sociétés de services financiers spécialisés pourraient offrir des taux de croissance sensiblement supérieurs au marché. Étant donné le contexte économique difficile, nous préconisons de se concentrer sur des acteurs de niche dotés d'une croissance structurelle profitable. Et au sein de celles-ci, nous investissons dans les sociétés les plus solides en termes de relation avec la clientèle.

Au sein du secteur des assurances, la même stratégie se dessine : trouver de la croissance rentable tout en évitant les impacts négatifs de moins-value et autres provisions sur portefeuille. Nous concentrons dès lors nos investissements dans le segment de l'assurance non-vie ou santé et peu exposé aux États-Unis. Nous favorisons également une exposition à l'Europe de l'Est ou l'Asie. Dans la même optique, nous voulons favoriser les sociétés de niches en gain structurel de parts de marché.