

Derrière le « de-rating » des banques, un modèle économique bouleversé

Les marchés financiers n'ont pas toujours raison et même n'ont pas souvent raison : un excès dans un sens se corrige pour donner, à long terme seulement, une tendance qui est en phase avec la réalité. Cependant, les indications qu'ils donnent ne sont pas seulement l'expression d'une psychologie de la réaction. Les anticipations sont à prendre en compte, d'autant qu'on en a souvent souligné le caractère auto réalisateur. Deux semaines après le référendum sur le retrait de l'Union Européenne, on a observé « la fuite vers la qualité » : yen, dollar, or, mais aussi l'ensemble des obligations d'État de la zone euro, allemandes et françaises bien sûr, mais aussi espagnoles ou italiennes. La fuite comprend évidemment des sanctions, essentiellement sur les actions exposées à la croissance européenne, surtout, pour les sociétés affectées par l'écart de change entre la livre sterling et l'euro. Il y a un secteur qui apparaît particulièrement sanctionné : les financières et en particulier les banques.

Le soutien des banques centrales n'a pas cessé et s'est même amplifié

Le Brexit n'a fait qu'amplifier une tendance très négative des cours de Bourse des établissements bancaires. L'Euro Stoxx 600 Banques a chuté de 20 % depuis la clôture du 23 juin, jour du scrutin britannique. Par rapport au 1er janvier, c'est plus du tiers de la valeur des banques européennes mesuré à cet indice qui a été perdu et sur un an, la baisse dépasse 42 %.

On se trouve devant un paradoxe, du moins au premier abord. L'environnement monétaire semble particulièrement favorable à l'activité bancaire. Les banques centrales injectent pratiquement sans limite des liquidités en visant à doper le crédit.

Pour une industrie, apporter un surplus de chiffre d'affaires tout en assurant un financement pratiquement illimité à taux d'intérêt zéro, il semble difficile de trouver mieux. On ajoutera le soutien aux valorisations des actifs qui a assuré des marges aux activités de banque de financement et d'investissement depuis la sortie de la crise des subprime.

Par rapport à 2006, le total du bilan des grandes banques centrales à plus que triplé et il va atteindre cette année 20.000 milliards de dollars, donnant un effet de levier significatif en moyenne de 3,2 fois le produit intérieur brut.

On peut comprendre que ce soutien a permis d'éviter une cascade de défaillances bancaires en 2007 et 2008 (crise des subprime, puis crise des dettes souveraines, en particulier dans la zone euro). Le sauvetage du système à tout prix a, dans un premier temps, assuré des bénéfices permettant d'amortir les provisions à passer, de rembourser les soutiens publics versés sous forme de prêts, de justifier les cours de recapitalisation. Mais, aujourd'hui le statut du secteur est revu en nette baisse.

Une opportunité boursière value ... en apparence

Ce « de-rating » a ramené les multiples de valorisation dans leurs niveaux les plus bas des années ayant suivi la crise des dettes souveraines. Pour s'extraire d'effets d'annonces ou de résultats fortement impactés par des provisions ou des reprises de

provisions, la capitalisation rapportée à l'actif net est un indicateur fiable. En 2005 ou 2006, les groupes bancaires se payaient couramment en Bourse entre une fois et deux fois les fonds propres. Aujourd'hui la fourchette se situe entre 30% et 80 %. C'est une situation qui conduit certaines gestions à tenter le pari dans une optique de gestion value (décote sur les actifs). Vu l'absence de vraies phases de rebond des cours, et après l'aggravation du Brexit, on peut se demander s'il ne s'agit pas d'un cas typique de faux secteur value.

Trois facteurs qui pèsent : créances douteuses, hiérarchie des taux, règlementations

Les explications avancées pour expliquer le jugement des investisseurs sont de divers ordres.

On retient en premier lieu les créances douteuses issues de la crise qui relativisent les ratios par rapport à des comptes qui ne les ont pas toutes intégrés. En Europe, la qualité des bilans est remise en cause à chaque choc financier, et le Brexit illustre particulièrement cette situation. Les banques italiennes, particulièrement sanctionnées depuis dix jours, sont en ligne de mire et les déclarations du gouvernement ou de la banque centrale, s'engageant à les soutenir en cas de besoin, n'ont fait que confirmer le poids encore excessif des créances douteuses. Cette semaine la BCE a un peu enfoncé le clou en exigeant de Monte dei Paschi di Siena, la plus ancienne banque du monde encore en activité, une réduction d'un tiers de ses créances douteuses en trois ans. Il s'agit d'une masse de 47 milliards d'euros, ce qui pèse 2,8 % du produit intérieur brut italien.

Pour prolonger, on ne doit pas perdre de vue la fragilité du secteur bancaire allemand, basé sur des établissements régionaux souvent coopératifs, et dont les grands établissements sont très exposés à la finance anglo-saxonne. Deutsche Bank détient une filiale américaine qui vient encore d'échouer aux stress tests (ce qui est aussi le cas de la filiale US de l'espagnol Banco Santander). Dans les années 1990 et 2000, la City avait su lever auprès de financiers allemands comme HVB, Commerzbank, Hypo Real, ou Deutsche Bank des capitaux pour obtenir des fonds propres ou des garanties pour des opérations financières avec effet de levier.

La deuxième explication au jugement sévère vis à vis des banques, en particulier européennes mais pas seulement, tient aux effets finalement négatifs sur les marges de la conjoncture de taux d'intérêts. La baisse des taux directeurs, proches de zéro dans les grandes monnaies et négatifs dans beaucoup, n'a pas joué sur l'activité (l'octroi de crédit) dans les proportions attendues. Et elle n'a pas assuré une hiérarchie des taux en fonction de la durée qui assure les marges de transformation permettant aux banques des profits revus à la hausse. Les injections des instituts d'émission ne contribuent finalement pas à assurer une rentabilité de l'activité, les rachats d'obligations étendus aux dettes des entreprises pesant même finalement sur les taux pratiqués.

La troisième pression qui s'exerce sur les banques est règlementaire. On aura compris que le laxisme des autorités avait contribué aux excès ayant conduit à un risque systémique après l'explosion des dettes subprime et la montée de risques souverains. Il avait suffi de moins de dix ans après la suppression du Glass Steagall Act des années 1930 pour que, libérées des plus grandes contraintes, les banques manquent de faire sauter la planète financière. La réponse a été logiquement une restauration des règlementations encadrant la profession. Prises sous la pression de lobbies puissants, elles n'ont pas été identiques dans les zones monétaires. Mais on peut retenir qu'elles limitent les prises de risque, donc l'activité et, aussi, que leur évolution permanente entretient une incertitude négative.

La mutation du métier de banquier paraît irréversible

Au final, les marges sur fonds propres des banques européennes ont baissé de plus de moitié par rapport aux 15 % affichés il y a dix ans. La profession doit prendre en compte une vraie mutation de son métier. Son rôle n'est plus de spéculer sur l'activité ou la valeur des actifs. Elle est là pour transmettre à l'économie les liquidités que la banque centrale décide de mettre sur le tapis. Peut-être des excès de pessimisme sont-ils commis en Bourse. Les pertes des banques anglaises seront limitées et les créances douteuses en Europe finiront par être amorties. Mais il est difficile de croire qu'une meilleure tendance dans les pays émergents et sur les matières premières et/ou un peu d'inflation inverse rapidement la transformation du modèle économique.