

## Quand la poussière retombe

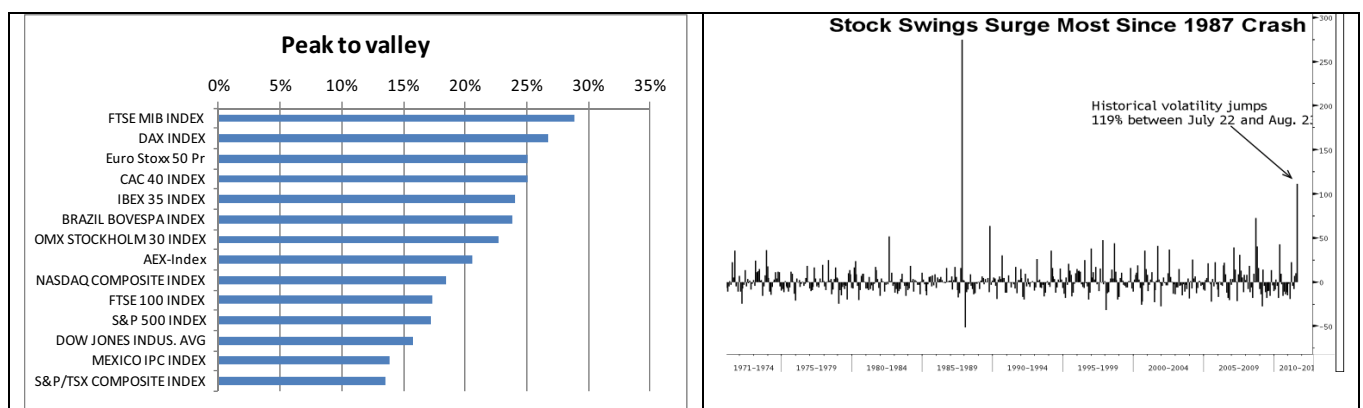
Quand la poussière retombe nous sommes contraints de constater les dégâts. Et de se demander si le monde a changé, ou si, une fois la crise et la panique passées, les fondamentaux sur lesquels reposent notre stratégie ont été modifiés.

### I. Le retour aux valorisations de mars 2009...

Car les dégâts sont impressionnants. Ils associent une déroute boursière colossale à un *flight to quality* sans précédent.

#### a. Une déroute boursière

Nous pensons que le meilleur indicateur de la panique qui s'est emparée des marchés boursiers pendant l'été est le « *Peak to valley* », la chute entre un point haut et un point bas entre le début du mois de juillet et la fin du mois d'août. Et les chiffres sont spectaculaires. Un autre indicateur important est la volatilité historique à court terme, qui a affiché son niveau le plus élevé depuis le krach de 1987 et le niveau le plus élevé depuis 40 ans, krach de 1987 excepté.



Les banques ont été les plus attaquées, puisque l'indice Eurostoxx des valeurs bancaires européennes affiche un PTV de 30%, 25% pour les banques américaines (S&P 500 Banks Index).

Le marché du Tier 1 n'a pas été épargné : l'indice Iboxx Tier 1 est passé de 120 à 105, une baisse de 12,5%.

#### b. Un « *flight to quality* » sans précédent

La contrepartie de cette aversion au risque a été un *flight to quality* massif. Le taux à 10 ans américain est au plus bas depuis 60 ans, le taux à 10 ans anglais est à son plus bas depuis... toujours (même si certains historiens, pour la forme, affirment qu'il a été plus bas en 1897). Les taux courts suisses sont durablement installés en territoire négatif, ce qui n'était pas arrivé depuis les années 70. Enfin, une fois les cours ajustés de l'inflation, l'or est proche de son plus haut historique de janvier 80. Tous les *safe haven* usuels se sont donc fortement appréciés.

#### c. Et des explications insuffisantes

Il est difficile d'expliquer une telle dégringolade tant elle comporte une part d'irrationnel, de pure aversion au risque et de panique, liée à la torpeur estivale. En témoignent notamment les rumeurs absurdes qui ont précipité les cours de bourses de certaines banques, les ramenant à des niveaux proches de mars 2009.

Si l'on devait choisir quelques explications plausibles, voici celles que nous retiendrions, par ordre décroissant d'importance :

- Même s'il était attendu, le plan de restructuration de la dette grecque a brisé un tabou. Le côté « volontaire » de la transaction ne trompe personne et a conduit les investisseurs asiatiques et américains à mettre en doute la stabilité de la zone Euro et les discours rassurants que leur tenaient les dirigeants européens depuis de longs mois. Si le « défaut sélectif » grec n'a, en soi, pas un impact financier majeur, il pose la question de la dette italienne : cette dette est-elle réellement soutenable et si elle ne l'est pas qu'advient-il aux investisseurs du troisième plus gros marché obligataire du monde et notamment aux banques européennes ? Les investisseurs n'ont que moyennement cru l'Eurogroupe quand il a annoncé que le plan grec était unique et ne serait pas

reproduit ailleurs. La conséquence a été un retrait de la liquidité bancaire en provenance de ces pays et donc une diminution des sources de financement en dollars qui a accentué la nervosité des marchés. Les achats de la BCE ont soutenu les prix des obligations italiennes et espagnoles, mais n'ont pas eu d'impact positif sur les autres marchés, car elles sont perçues par tous les investisseurs comme une mesure transitoire sans effet durable.

- Le feuillet du plafond de la dette publique américaine et sa conséquence, le *downgrade* par S&P, a attisé les craintes des marchés. L'effet ne s'est pas tant fait sentir sur la dette publique US (puisque les *Treasuries* n'ont fait que s'apprécier), mais plutôt, par ricochet, sur les AAA fragiles, au premier rang desquels la France et donc l'EFSF. Malgré les déclarations rassurantes de S&P, les niveaux de CDS actuels reflètent la conviction des investisseurs que le AAA français est en sursis.
- Les craintes d'une nouvelle récession ont pesé fortement sur les marchés boursiers, tant sur les valeurs financières que non financières, comme en témoignent les ratios de P/E actuels (13 sur le S&P 500) qui sont bas, mais pas incompatibles avec des scénarios macroéconomiques de récession.
- Enfin, le « psychodrame » du collatéral finlandais et son cortège de déclarations contradictoires a démontré une fois de plus la totale incapacité des dirigeants européens à afficher une feuille de route sereine dans la gestion de la crise souveraine, puisqu'ils se contentent à chaque fois de résoudre les problèmes urgents sans agir à la racine du mal.

Ces tensions se traduisent par un retour à des valorisations proches de mars 2009. Le prix moyen des titres du fonds Axiom Obligataire n'a jamais été aussi bas et le rendement au call atteint maintenant 23%. Pourtant, les fondamentaux de la stratégie que nous suivons depuis deux ans n'ont pas changé.

## II. Dans un monde qui n'a rien à voir avec le monde 2009...

### Un environnement réglementaire porteur

Depuis les sommets successifs du G20 annonceurs de profondes modifications de l'industrie bancaire, les régulateurs se sont mis en ordre de marche et ont mis en place des réformes de grande ampleur, à un rythme inégalé par le passé. Ces réformes ne sont pas de simples projets, puisqu'elles ont déjà été, pour la plupart d'entre elles, transposées dans des textes normatifs contraignants (par exemple directive européenne pour Bâle III). On peut résumer ces réformes en trois blocs principaux :

- Une très forte augmentation du capital réglementaire bancaire et notamment des fonds propres « durs », c'est-à-dire les réserves et le capital social, qui entraîne une forte réduction du risque de solvabilité bancaire, mais aussi une diminution de la rentabilité des fonds propres et donc une baisse du résultat par action. Les besoins en fonds propres supplémentaires pour les banques européennes sont estimés à près de 400Mds€, principalement sous forme de vente d'actifs, de baisse des dividendes et d'augmentations de capital. L'évolution des ratios réglementaires, détaillée dans le tableau ci-dessous, est particulièrement notable sur le Core Tier 1.

	Core Tier 1	Core Tier 1 + Coussin	Tier 1	Tier 1 + Coussin	Capital total + Coussin
Bâle II	2.4% (*)	2.4% (*)	4% (*)	4%	8%
Bâle III	4,5% (**)	7% (***)	6% (**)	8.5% (***)	10.5% (***)

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

(\*) La réglementation Bâle II ne comporte pas réellement de ratio minimum de Core Tier 1 ou de Tier 1, mais un ratio de capital réglementaire et les ratios Core Tier 1 et Tier 1 résultent de réglementations nationales qui ont évolué au cours du temps. Il s'agit là des chiffres actuels en France. (\*\*) A partir de 2015. Augmentation progressive entre 2013 et 2015. (\*\*\*) A partir de 2019. Augmentation progressive du coussin entre 2016 et 2019.

- Une profonde modification des contraintes réglementaires entourant le mode de financement des banques ; il s'agit de contrôler la liquidité du bilan et la capacité à résister d'une part aux chocs de marchés et d'autre part à la fermeture des accès à la liquidité courte (ratio « LCR ») ou stable (ratio « NSFR ») pendant une période de temps raisonnablement longue. A ces modifications réglementaires s'ajoutent des ajustements majeurs dans les politiques des principales banques centrales (BOE, FED, BCE) qui ont permis de grandement faciliter l'accès des établissements de crédit. Les « *pools* » d'actifs éligibles des grandes banques européennes ont augmenté massivement par rapport à la période pré Lehman et atteignent aujourd'hui près de 10% du bilan.
- Une refonte du business model des banques ; cette refonte se fait soit par décision des législateurs, comme aux Etats-Unis avec la séparation des activités de collecte de dépôts et des activités de *prop-trade*, soit par la volonté du management de préserver la rentabilité des fonds propres bancaires dans un environnement prudentiel remanié. En Europe, ce phénomène se traduit principalement par :
  - L'allongement de la durée de vie moyenne du financement, ce qui limite le *business model* fondé sur les gains de transformation tel que le pratiquaient, par exemple, les banques allemandes et donc les activités de financement illiquides à long terme ;
  - L'augmentation très importante des charges en capital sur certaines activités de marché dont la rentabilité ne sera plus suffisante ;
  - Des contraintes très fortes sur les titrisations qui vont réduire l'intérêt économique de cette activité.

Au plan de l'industrie dans son ensemble, ces modifications vont entraîner une réduction substantielle du risque de crédit, réduction favorable aux créanciers, qu'ils soient subordonnés ou seniors, et défavorables aux actionnaires. Les seules modifications réglementaires défavorables aux créanciers sont les projets de réglementation de « *bail-in* » qui permettraient aux régulateurs d'imposer des décotes arbitraires sur les dettes, y compris seniors. Ces projets, initiés par la Commission européenne, sont aujourd'hui en *stand-by*, pour deux raisons principales : les tensions récentes sur le financement des banques ont sans doute « refroidi » les régulateurs et l'exemple danois a peut-être marqué un tournant. En effet, après avoir été, il y a plus de deux ans, le premier pays (exception faite des Etats-Unis où la FDIC détient des pouvoirs très larges) à instaurer une réglementation de « *bail-in* », le Danemark vient de totalement revenir sur cette approche, constatant qu'elle n'avait fait que pénaliser les banques danoises sans apporter de réel bénéfice. Le 7 septembre la CE a d'ailleurs annoncé officiellement que projet était « temporairement » en suspens...

Les modifications réglementaires spécifiques aux titres hybrides sont également très importantes, sans doute pas sur le plan macroéconomique, mais pour les investisseurs sur ce marché très particulier.

Les titres hybrides actuels, ceux que détient le fonds Axiom Obligataire, ne seront progressivement plus éligibles au capital réglementaire bancaire à partir de 2013. Cela résulte des décisions successives du Comité de Bâle et de la finalisation de la directive européenne dite « CRD IV ». Selon les caractéristiques des titres, ils ne seront plus éligibles du tout en 2013 ou leur éligibilité cessera progressivement à partir de 2013 et, pour la majorité d'entre eux, cette éligibilité cessera complètement le jour où la banque dispose de sa première option de rachat anticipé, tel qu'illustré ci-dessous.

Période de transition pour les titres ayant une incitation au remboursement anticipé (principalement step-up) : évolution du % d'éligibilité au cours du temps en fonction de la première date de call



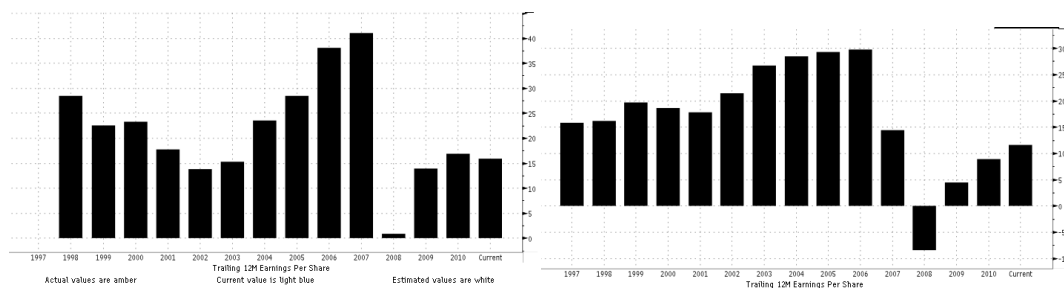
Les titres n'auront donc plus aucun intérêt réglementaire et il deviendra antiéconomique de les conserver au bilan au lieu de les rappeler par anticipation. Les conserver comme simple instrument de financement n'aura pas plus de sens économique puisque en ne rachetant pas un titre pour économiser quelques points de base sur 1% de son bilan, la banque enverra un signal extraordinairement négatif au marché qui lui coûtera beaucoup plus cher sur le reste de son financement et qui l'empêchera d'émettre de nouveaux instruments de Tier 1. La pression des régulateurs ne sera pas non plus un facteur limitant l'exercice des calls, puisqu'une fois ceux-ci sortis du capital réglementaire, les régulateurs n'ont plus leur mot à dire sur l'opportunité d'exercer un call, même si le capital n'a pas été renouvelé par d'autres émissions.

On peut d'ailleurs remarquer qu'au cours de ce mois d'août si agité, les banques ont continué régulièrement à exercer leurs calls sur des titres hybrides, Tier 1 ou Tier 2, avec notamment les calls d'Ageas, de Nordea, de BNPP, de SG et même d'Unicredit, tous pourtant en pleine tourmente boursière.

Il n'existe pas aujourd'hui de projet de retarder l'entrée en vigueur de Bâle III ou d'en modifier les termes. Au contraire, les régulateurs estiment que cette réforme est la clé de voûte d'un système bancaire plus solide et toutes les décisions prises en fin d'année dernière (notamment renforcer la solidité du capital hybride) ont fait l'objet d'un consensus international sur lequel personne n'a l'intention de revenir. La seule évolution récente en la matière est la décision du régulateur australien (6 septembre 2011), qui va imposer une entrée en vigueur accélérée de Bâle III dès 2013 et qui va retirer du capital réglementaire tous les titres non éligibles dès la première date de call, quelle que soit la nature précise du titre. Une décision qui est évidemment très favorable aux investisseurs en titres hybrides !

### **III. Des banques profitables**

L'évolution des ratios de bénéfices par actions des indices bancaires européens et américains illustre bien le retour progressif à la rentabilité observé depuis 2008. La situation est assez différente aux Etats-Unis et en Europe : en Europe, les banques sont globalement restées profitables en 2008 et elles reviennent aujourd'hui vers des niveaux de profitabilité proches d'un bas de cycle moyen, *i.e.* les chiffres qui prévalaient peu après l'explosion de la bulle internet. Les profits restent loin des niveaux de 2006 et 2007, lorsque les chiffres étaient dopés par la bulle de crédit et par les arbitrages réglementaires qu'offrait le marché des *subprimes*. Aux Etats-Unis, 2008 a été largement négatif et le retour à une profitabilité « normale » de bas de cycle est plus lent, en raison principalement de l'impact plus lourd de l'explosion de la bulle immobilière américaine sur le bilan des banques locales (et de BofA en particulier.)



Les provisions passées pour la prise en compte du risque grec n'ont pas réellement modifié cette vision. Il est vrai que les banques ont adopté des approches très variées<sup>1</sup>, mais le résultat global a été conforme aux attentes : à quelques exceptions près (Dexia, par exemple, et pour d'autres raisons), les résultats nets sont restés largement positifs et n'ont été que peu impactés par les provisions (banques grecques exceptées, naturellement.)

Au-delà de cette vision instantanée, quelles sont les perspectives de rentabilité des banques dans un environnement réglementaire profondément modifié ? Une grande partie du métier bancaire (banque de détail, M&A, métiers de change, émissions obligataires, IPO, etc.) restera inchangé et est adapté à la réglementation future, sans doute avec une hausse des marges dans les métiers qui nécessitent du financement et donc la charge en fonds propres sera rehaussée. A profil d'activités inchangé, certains analystes estiment que le ROE de l'industrie pourrait baisser de 6% à 8%. Pourtant, en tenant compte des adaptations nécessaires, la baisse de ROE ne devrait pas être si importante : de l'ordre de 3% à 4%, conduisant ainsi l'industrie bancaire à des ROE respectables d'environ 13%. Outre les décisions du management et la réallocation des fonds propres entre différentes activités, une importante partie du coût des surcharges en capital et en liquidité sera portée par les clients. Dans une économie concurrentielle, quand le coût de la matière première augmente, le coût du produit fini augmente...

On peut donc s'attendre à une hausse des marges et une baisse de volume dans les métiers de crédit, surtout à long terme (secteur public, infrastructures), de structurés de taux (dérivés à long terme pour les fonds de pension et assureurs) et de dette illiquide (*High Yield* ou autre.) Par ailleurs, les banques chercheront à améliorer la liquidité de leur portefeuille, la capacité à transférer leur bilan vers des entités non bancaires (*hedge funds, private equity, assureurs, etc.*) et à favoriser les produits de flux.

Se pose également la question des provisions en cas de récession. Dans certains pays, notamment en Espagne pour des raisons réglementaires, les provisions ne reflètent pas encore la réalité des risques qui restent au bilan (cf. notre analyse détaillée des Cajas, qui reste d'actualité), mais globalement les banques européennes ont adopté des politiques de provisionnement réalistes, voire conservatrices et ces provisions sont en baisse marquée depuis le pic de la crise. En outre, les banques de la Zone euro sont mieux armées que les américaines pour résister à cette récession. Les entreprises européennes ont des bilans largement assainis, elles ont des niveaux de cash très élevés et les taux de défaut européens sont en-dessous des taux de défaut US. Sur les ménages, la comparaison est encore favorable à la Zone Euro : les taux d'endettement sont très en-deçà des taux américains ou anglais (selon BNPP le ratio de dette des ménages de la Zone euro est de 96% contre 157% aux Etats-Unis et 149% au Royaume-Uni).

La détention de titres d'Etats européens n'est pas non plus de nature à remettre directement en cause la rentabilité : selon Barclays, et pour ne prendre que l'exemple des banques françaises, l'enregistrement à la valeur de marché des titres grecs, portugais, irlandais, italiens et espagnols conduiraient à des provisions respectivement de 3,8Mds€ pour BNPP, 939M€ pour CA et 816M€ pour SG, des chiffres insuffisants pour simplement mettre ces établissements dans le rouge une année. L'ardoise des *subprimes* n'est pas non plus totalement derrière nous : certaines banques, notamment américaines, continuent de passer des provisions importantes. Ce coût est encore proche de 10Mds\$ par trimestre, mais il est essentiellement porté par les banques US (et parmi elles, par BofA à 70%). De même, le coût du procès récemment initié par le FHFA est estimé dans un scénario extrême (i.e. la FHFA obtient tout ce qu'elle réclame) entre 35Mds\$ et 60Mds\$, selon les études, mais la part des banques US est largement prépondérante. Les banques européennes les plus exposées seraient RBS (6Mds\$ de risque) et DB (3Mds\$ de risque), mais pour des banques comme SG (300M\$) ou UBS (1Mds\$) l'impact est gérable – et le risque contentieux limité car les allégations de la FHFA seront difficiles à prouver.

<sup>1</sup> Certaines banques ont retenu une décote égale à 21% sur leur portefeuille éligible à l'offre d'échange, d'autres ont choisi d'utiliser un *mark to model* et certaines, enfin, ont provisionné en utilisant la valeur de marché.

#### IV. Des craintes très exagérées sur la liquidité

Les craintes sur la liquidité bancaires sont venues essentiellement des Etats-Unis, avec la baisse des dépôts en provenance des *money market funds* américains.

La situation est d'autant plus paradoxale que les banques américaines, pourtant dans une situation qui n'est pas meilleure que celle des banques européennes, sont aujourd'hui obligées de facturer – au lieu de rémunérer – les dépôts qu'elles reçoivent, car elles ne savent pas quoi faire de la liquidité... Le Quantitative Easing américain a injecté 2tn\$ dans le marché interbancaire et les institutions sont extraordinairement longues de cash.

Si ce phénomène de retrait partiel est exact, et principalement dû aux incertitudes sur l'issue de la crise des souverains de l'Eurozone, ses conséquences ne doivent pas être exagérées, comme l'illustre le cas des banques françaises, traditionnellement grosses utilisatrices de financement à court terme, notamment pour les activités de marché. Ainsi, fin Q2, SG avait émis 38Mds\$ de US CP, soit environ 27Mds€, contre un bilan total de 1158Mds – 2.3% du bilan. Pour CASA les chiffres sont de 36Mds\$, soit 25.7Mds€ pour un total bilan de 1594Mds€ - 1.7% du bilan. BNPP ne communique pas de chiffres précis, mais les ordres de grandeur sont les mêmes.

L'assèchement total de ce marché ne serait pas impossible à gérer pour ces banques : le marché du FX permet d'échanger sans difficulté des quantités colossales de \$ et les swaps de base donnent une alternative liquide au financement en dollar (c'est d'ailleurs pour cette raison que la base US Libor / Euribor atteint de tels niveaux aujourd'hui.) En dernier ressort, les banques centrales sont toujours prêtes à fournir les devises nécessaires, comme le montrent les swaps mis en place entre la Fed et la BCE depuis 2008. Depuis la faillite de Lehman, les banques ont toutes constitué des montants importants de collatéral éligible, souvent entre 7% et 10% du total de bilan. En cas de stress complet sur les marchés Euro et USD, les banques peuvent toujours se prêter de l'argent par des prêts croisés, éventuellement collatéralisés pour réduire l'exposition en risque, sans échange de flux cash, et apporter ces créances aux opérations de la BCE... (ces opérations étaient interdites avant la crise de 2008).

La situation de liquidité des banques au cours de ce mois d'août a donc été très mal comprise. La plupart des grandes banques européennes (et notamment les françaises) ont été longues de dollars, y compris au mois d'août, et ont déposé quotidiennement des dizaines milliards de \$ à la FED ! On est passé très très loin d'une faillite en raison d'un manque de financement en dollars... Contrairement à la situation de l'été 2008, le refinancement à court terme en dollar ne s'est pas asséché. Les lignes de crédit sur les banques européennes qui ont été coupées par les *money market* et les banques US ne sont pas des lignes de crédit à très court terme.

Cette "crise de liquidité" en dollars est donc un signe tangible de défiance des investisseurs américains à l'égard de la Zone euro dans son ensemble, plus qu'une réelle menace sur la solvabilité ou la liquidité des banques européennes.

#### V. Tous les chemins mènent à Rome

Les valorisations actuelles sont-elles alors complètement dénuées de sens ? Elles reflètent avant tout une aversion au risque colossale, aversion qui est alimentée par la crise que vivent les états de la Zone euro. Qu'on ne s'y trompe pas : une récession « normale » n'a jamais mis en péril la solvabilité des banques européennes et la racine de tous les maux actuels se trouve bien dans les incertitudes qui entourent la Zone euro et l'avenir de la monnaie unique.

Ce n'est même pas le défaut de paiement des états « périphériques » qui effraie tant les marchés, mais toutes les conséquences indirectes, liées notamment à la disparition soudaine d'une monnaie, dont l'impact serait forcément douloureux et imprévisible. Les valorisations actuelles des banques correspondent peu ou prou à un scénario où toutes les dettes des PIIGS vaudraient 0 ; ce scénario est évidemment absurde et ce sont donc bien les conséquences indirectes que craignent les investisseurs. Une équipe d'UBS a tenté de chiffrer « l'inchiffrable » et est parvenue aux résultats suivants : la sortie de l'Euro pourrait coûter (immédiatement) entre 40% et 50% du PIB pour un pays « du Sud » (Portugal, Grèce) et entre 20% et 25% pour un pays « du Nord » comme l'Allemagne, nettement plus qu'un défaut de l'Irlande, de la Grèce et du Portugal.

Ce scénario continue de rester extrêmement improbable, en raison des coûts économiques et politiques colossaux qu'il entraîne. Il est en effet peu probable que l'Union européenne survive en l'état à un éclatement de la Zone euro : qui acceptera de verser à la Grèce des fonds structurels équivalents à 3% de son PIB alors que le pays n'a pas payé ses dettes ? Malgré cela, les valorisations continueront de rester sous pression tant que les incertitudes resteront aussi fortes. Alors où se situe le point d'inflexion ? Quelle est l'issue de la crise, et surtout QUAND ? Nous pensons que la fin de partie de la crise des souverains est proche, pour les raisons suivantes.



### Alternative Investments

La mise en place du PSI grec a supprimé le tabou du défaut souverain dans la Zone euro. Il était alors logique que les autres dettes souveraines « fragiles » soient violemment attaquées : sans le contrôle de sa monnaie et de son corollaire, le seigneurage, quels états européens peuvent réellement se targuer d'avoir une dette soutenable tant les excédents, ou même les excédents structurels, sont rares en Europe ? L'envolée des taux italiens était donc parfaitement logique : si les états de l'Union sont prêts à accepter les défauts (ou restructurations) sur les dettes souveraines, l'Italie n'a pas de raison fondamentale d'être à l'abri et l'aversion au risque a augmenté spectaculairement.

Le mérite de cette situation c'est qu'elle ne peut rester durablement en l'état. Les achats de la BCE sont limités par trois facteurs :

- Le timing : la BCE a annoncé la réactivation temporaire de son programme d'achat en échange d'un accord sur l'extension des moyens d'action de l'EFSF (achats secondaires) et dans l'attente de la validation par les parlements nationaux de cet accord. L'intention de la BCE est clairement de transférer aussi vite que possible la responsabilité de ces achats (avec lesquels elle n'a jamais été à l'aise) à l'EFSF. Si le calendrier initial est respecté, et si la BCE ne mange pas son chapeau, le SMP s'arrêtera environ mi-octobre. Si le calendrier décale – par exemple à cause du retard annoncé récemment par les slovaques – le SMP pourrait s'arrêter à la fin de l'année.
- La stérilisation : Contrairement à la BoE et à la Fed, la BCE ne s'est pas engagée dans un programme de *quantitative easing*, possibilité qui ne figure pas réellement dans son mandat. Les achats d'obligations souveraines sont donc en principe stérilisés par des retraits de liquidité équivalents. Or les modes de stérilisation de la BCE sont limités puisqu'elle n'utilise pas la vente des réserves de change (150Mds€) ou de l'or (400Mds€)<sup>2</sup>. C'est donc par le biais d'une enchère à l'envers (Open Market « négatif ») que la BCE stérilise le SMP. L'appétit des banques pour cette facilité est pour l'instant soutenu, puisqu'elles se financent dans le marché autour de 0,7%, pour ensuite déposer en moyenne à 1% ! Cette facilité, très profitable pour les banques, est déjà à 130Mds€ et pourrait en principe absorber la facilité de dépôt régulière, qui ne paie que 0,75%, soit 160Mds€ de plus. Toutefois, il est difficile d'imaginer qu'elle excède durablement 400Mds€ à 500Mds€ puisqu'elle absorberait alors toute la liquidité actuelle des opérations d'Open Market de la BCE ! Au rythme moyen de 13.8Mds€ par semaine, on peut donc estimer que programme SMP peut être stérilisé environ six mois sans remettre en cause la politique de la BCE.
- L'exposition totale de l'Eurozone : pour stabiliser les marchés, les achats de la BCE sont aujourd'hui la seule alternative à des financements communautaires ou à des Eurobonds. Les réticences des allemands contre les Eurobonds sont connues, nul besoin d'y revenir ici, mais une de leur réticence principale est naturellement le risque de crédit induit. Cette position devient totalement absurde au-delà d'un seuil : les besoins de refinancement de l'Italie (BTP) sur la période 2011 – 2016 sont de 484Mds€. Que les achats de la BCE continuent à ce rythme, et d'ici un an l'exposition des pays de l'Eurozone à l'Italie aura dépassé l'exposition qu'ils auraient eu en mettant en place un programme d'Eurobonds sur la période 2011-2016 !

Lorsque la BCE sera arrivée au terme « naturel » de ses achats, les taux italiens repartiront fortement à la hausse et la question du remboursement de la très grosse souche de BTP de février 2012 (26Mds€) et du refinancement total pour 2012 (120Mds€) sera posée. A cela s'ajouteront sans doute des difficultés sur le rapport de décembre de la Troïka sur la Grèce et donc sur le décaissement de la tranche correspondante du financement FMI et des prêts bilatéraux. Avant la fin de l'année, les dirigeants européens seront donc probablement confrontés au choix gastronomique suivant :

- La BCE mange son chapeau et se lance dans un vaste programme de *quantitative easing*, plus proche du programme anglais que du programme américain, afin de cibler le taux d'inflation vers 4%, de refinancer les dettes souveraines et d'en réduire mécaniquement le poids économique. Ce choix sera difficile pour la BCE, mais c'est certainement une perspective plus réjouissante que d'imaginer comme épitaphe sur sa pierre tombale la formule suivante : « L'inflation est restée au-dessous de 3% ».

---

<sup>2</sup> Les possibilités de vente de l'or sont limitées par l'accord international de septembre 1999 sur les ventes d'or par les banques centrales

### Alternative Investments

- L'Allemagne mange son chapeau et accepte une forme d'Eurobonds qui parvient à respecter ses contraintes constitutionnelles et politiques ou une augmentation de la taille de l'EFSF à des niveaux qui permettraient de financer l'Italie et l'Espagne (disons 2tn€), ce qui reviendrait, économiquement, à la même chose. Un schéma à l'américaine qui prévoirait un plafond de garantie (ou un plafond de la dette), voté régulièrement par le Bundestag, et avec une gouvernance budgétaire européenne réellement crédible, paraît d'ailleurs compatible avec la décision de la cour constitutionnelle rendue le 7 septembre.
- Les dirigeants italiens, espagnols, belges et français mangent leur chapeau et lancent le premier programme d'austérité réellement crédible depuis... très longtemps.

### VI. Perspectives du fonds

Dans ce contexte compliqué, quelles sont les perspectives du fonds et quels sont les catalyseurs de la hausse future ?

#### **a. L'exercice des calls**

Tant que l'issue de la crise des souverains restera incertaine les marchés seront volatils et il restera très difficile de prévoir le timing précis du *recovery*. Mais les points d'entrée sont aujourd'hui exceptionnels : le prix cash moyen des obligations du fonds est à un plus bas historique et le *Yield To Call* supérieur à 19%. Plus que jamais, la sélection des titres est cruciale pour le rendement à moyen terme. En effet, le marché obligataire n'est pas comme le marché action ; *in fine*, un catalyseur n'est pas nécessaire pour que les cours remontent, il suffit d'attendre le paiement des coupons et le remboursement des titres ! L'analyse détaillée des prospectus doit donc permettre d'identifier les titres dont les coupons sont les mieux protégés et ceux dont l'exercice des calls est le plus probable, sur la base d'éléments aussi variés que la situation réglementaire de la banque, les caractéristiques du titre ou son bassin de placement, i.e. les investisseurs auprès desquels le titre a été vendu. Au risque de commettre une Lapalissade, le premier catalyseur sera simplement le paiement des coupons et l'exercice des calls. Ce phénomène prendra naturellement toute son ampleur à partir de 2013 et du début de la période de transition Bâle III, mais les grandes banques n'attendent pas cette date pour caller car elles tiennent à préserver leur réputation sur les marchés. L'exercice récent de nombreux calls le confirme (Agéas, Unicredit, BNPP, Nordéa, etc.).

Hormis ce facteur mécanique et progressif, quels sont les autres déclencheurs potentiels d'un rallye sur la dette hybride ?

#### **b. Relance des programmes de rachat**

La situation des banques n'a rien à voir avec celle de 2009 : la liquidité s'est améliorée, les ratios de capital ont augmenté et les banques sont redevenues profitables. Elles ont donc aujourd'hui les moyens financiers de racheter leurs dettes hybrides, moyens qu'elles n'avaient sans doute pas en 2009.

La plupart des banques qui ne l'ont pas encore fait n'avaient, il y a peu de temps encore, qu'une incitation modérée à racheter leurs titres hybrides, pour deux raisons : les règles de transition prévoient que le stock de titres non éligibles amorti progressivement est mesuré au 31/12/12, d'où l'intérêt objectif d'accroître le stock à cette date, et l'attente de la finalisation de Bâle III (directive CRD IV) empêchait d'émettre de nouveaux instruments en échange, faute de certitude sur le détail des nouvelles structures éligibles. Ces deux freins pourraient disparaître du fait de la publication finale de la directive, d'une part, et de la baisse très forte des prix d'autre part. En effet, l'intérêt de conserver un stock élevé au 31/12/12 pour augmenter les fonds propres hybrides, mais de devoir racheter au pair quelques années plus tard, sera vite contrebalancé par l'intérêt de racheter ces titres à des prix aussi bas si le marché ne remonte pas rapidement.

Des offres de rachat ou d'échange pourraient donc relancer le marché. De même, une réouverture du marché primaire, liée à la finalisation de la CRD IV, pourrait redonner de la liquidité à un marché qui a baissé dans des volumes très faibles.



#### c. Evolution positive de la crise de souverains

La source principale des maux actuels des banques européennes se trouve dans la crise des souverains ; une évolution positive de cette crise pourrait donc avoir un effet d'appréciation très rapide. Nous avons expliqué pourquoi la situation actuelle ne peut s'éterniser et un catalyseur positif devrait donc survenir assez rapidement – sauf à accepter le scénario, selon nous irréaliste, d'une explosion de l'Eurozone.

Avant même l'arrêt des achats de la BCE et la « fin de partie » de la crise des souverains, un autre catalyseur pourrait déclencher un rallye important : la confirmation que la mise en place du second plan grec est sur les rails, ce qui suppose d'une part que la question du collatéral finlandais soit résolue et d'autre part que la participation du secteur privé soit confirmée pour des proportions significatives. Nous pensons que l'objectif affiché de 90% n'est que cosmétique et vise à mettre la pression sur les banques pour les inciter à participer. Il est très probable qu'à partir de 70% de taux de participation, les autorités grecques ne se poseront guère de questions et mettront en place le PSI. Ce taux sera très probablement atteint.

La décision de la cour constitutionnelle allemande ouvre d'ailleurs la voie à des solutions stables à la crise des souverains, tout en limitant l'éventail des possibilités. En effet, la cour a jugé que les « *bailout* » ne remettent pas en cause la souveraineté du Bundestag et ne sont pas en infraction avec la constitution allemande. Cette décision n'est toutefois valable que dans la mesure où le mécanisme n'instaure pas de solidarité automatique ni pour des durées illimitées. Un mécanisme sans limitation de durée et de montant poserait des difficultés sérieuses, ce qui limite donc les mécanismes possibles d'Eurobonds. La cour a également décidé que l'aval du Bundestag doit être obtenu avant de donner une garantie, mais que cet aval peut se limiter à celui de la commission du budget (une quarantaine de membres) ce qui techniquement peut être obtenu en quelques heures. Cette décision positive subordonne donc l'octroi des garanties à un accord d'un comité du Bundestag. Techniquement, cela ne devrait pas poser trop de difficultés, car l'aval sur les garanties pourrait être donné avant les émissions nécessaires au fonctionnement de l'EFSF. En réalité, cette décision n'est pas sans rappeler la situation américaine qui donne au seul Congrès le droit d'imposer un plafond sur la dette ou les garanties...ce qui n'empêche pas les Etats-Unis de se financer à des taux historiquement bas !

#### d. Amélioration de la perception de la solidité des banques

Dans le marché actuel, les mauvaises nouvelles font la une des journaux et les bonnes nouvelles passent inaperçues.

- Qui sait que les banques françaises sont longues de dizaines de milliards de dollars et les déposent tous les soirs à la Fed ?
- Qui sait que les banques *callent* régulièrement leurs titres hybrides ?
- Qui sait que le régulateur australien vient d'accélérer la mise en place de Bâle III et le remplacement des titres hybrides ?
- Qui sait que la Commission européenne vient de mettre en suspens son plan permettant aux régulateurs d'imposer des pertes aux créanciers bancaires ?
- Qui sait que HRE a enfin reçu l'accord de la Commission européenne pour son plan d'aide d'Etat et que l'accord est en très bonne voie sur WestLB et HSH ?

En mars 2009, l'impressionnant rallye du marché de la dette hybride n'avait pas eu d'autre catalyseur qu'une soudaine prise de conscience que la fin du monde n'était pas pour demain et que les banques survivraient à cette crise, comme elles avaient survécu aux autres crises. Il pourrait bien en être de même en 2011.

### VII. Conclusion

Les marchés ont connu un mois d'août hors du commun et les valeurs financières ont particulièrement souffert, perdant parfois jusqu'à 50% de leur valeur. Les ratios de Price to Book bancaires sont à des plus bas historiques et les spreads de crédit se sont largement écartés. Les titres Tier 1 se sont beaucoup dévalués, avec en moyenne une baisse d'environ 15%, mais dans des volumes très faibles puisqu'il n'y a eu que très peu de vendeurs à ces prix.

Les raisons de l'effondrement des valeurs financières européennes sont principalement la crainte d'un double dip, avec son impact potentiel sur le capital des banques, et la crise souveraine qui menace la Zone euro. L'aversion au risque dans la Zone euro est à un niveau extrême : le CDS de la France, par exemple, est plus élevé que celui du Pérou ou de la Colombie ! Ceci entraîne une énorme pression sur le crédit européen. L'exposition souveraine des banques est donc une cause de ces valorisations. Pour autant si l'on prend l'exemple de la SG, l'objet de nombreuses rumeurs depuis quelques semaines, il est difficile de réconcilier le risque avec la valorisation du marché. La banque a une capitalisation de €15 milliards pour un book value de €52 milliards - le marché estime donc des pertes latentes à €37 milliards alors que l'exposition souveraine aux PIIGS est de €15 milliards...

Un autre facteur susceptible d'expliquer la défiance à l'égard des financières est la liquidité. Sur ce point la situation a fortement évolué depuis 2008. A l'époque les banques n'étaient pas préparées à une crise de liquidité : leur financement reposait largement sur le marché interbancaire et les banques faisaient largement appel à la transformation. La situation actuelle est très différente : les banques disposent de financements à terme, notamment grâce au développement des covered bonds, elles ont construit d'énormes pools de collatéral éligible au refinancement Banque Centrale et elles sont longues de cash. Toutes les rumeurs de l'été sur les problèmes de financement des banques, en particulier sur le dollar, n'étaient pas fondées.

En conclusion, il n'y a pas d'explication vraiment rationnelle à la chute considérable des valorisations bancaires en Europe autre qu'une aversion au risque colossale du fait de la crise des souverains. Le rebond de la classe d'actifs sera déclenché par une amélioration sur ce front – le statu quo actuel ne peut pas durer très longtemps puisque la BCE a affirmé son intention de limiter ses interventions -, par exemple la mise en place du PSI grec, mais aussi par une relance des rachats dans le marché par les banques ou par une réouverture du marché primaire suite à l'implémentation pratique de Bâle III, voire par une amélioration soudaine de la perception du marché, comme cela s'était produit en mars 2009. En l'absence de catalyseur rapide, il ne faut pas oublier que le marché obligataire est différent du marché action : la force de rappel ultime est toujours le paiement des coupons et le remboursement des papiers, qui sera inéluctable à partir de 2013 et qui sera forcément anticipée par le marché.

En ce qui concerne le fonds, le prix moyen des 58 positions détenues est de 55% avec un rendement au call égal à 23% et une *duration* d'environ 3 ans. Environ 10% du portefeuille a des dates de call dans les 12 mois à venir, tandis que pour le reste les calls s'étalent entre 2013 et 2016. Les valorisations devraient mécaniquement s'améliorer au fur et à mesure de l'exercice de ces calls. Il faut noter que dans les dernières semaines plusieurs banques ont rappelé des titres malgré la situation du marché : Unicredito, Ageas, BNP Paribas, Société Generale, Nordea, etc.