BDL CAPITAL MANAGEMENT

Lettre de la gestion – Décembre 2011

Chers co-investisseurs,

Depuis notre dernière lettre d'octobre qui expliquait pourquoi nous étions devenus encore plus défensifs, les indices boursiers continuent de baisser.

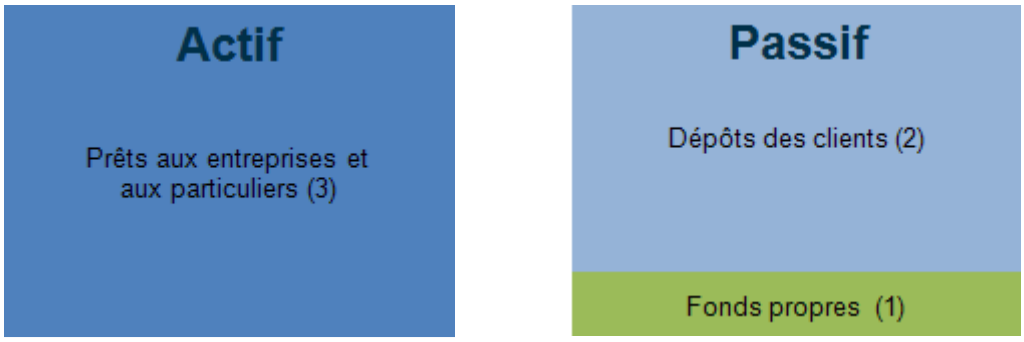
Performance des fonds depuis le début de l'année par rapport au Stoxx 600 et au CAC 40

BDL Rempart Europe*	**-3,77 %**
BDL Convictions**	**-13,25 %**
Stoxx 600**	**-15,26 %**
CAC 40**	**-21,88 %**

*au 14/12/2011 **au 16/12/2011, source Stoxx 600 et CAC 40 : Bloomberg.

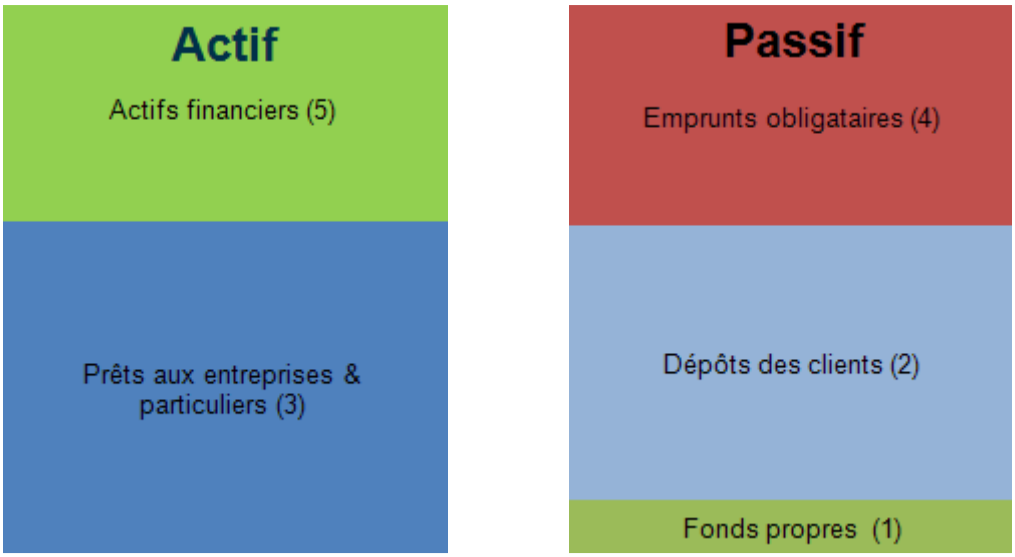
Lors d'une présentation faite courant décembre à l'Aéro-Club, vous avez été nombreux à nous demander un exemplaire des supports de présentation qui expliquaient pourquoi nous ne voulions pas investir sur les banques malgré leur valorisation en apparence attractive après la baisse. Voici donc un résumé de la situation telle que nous l'appréhendons :

Pour simplifier, auparavant, un bilan de banque ressemblait à peu près à cela :



Historiquement, les banques avaient un ratio prêts/dépôts de 1. Il y avait autant de prêts (3) que de dépôts (2) et les fonds propres (1) servaient de pare-feu aux dépôts des clients si un prêt faisait défaut et n'était pas remboursé dans son intégralité à la banque. L'épargne des déposants contribuait à financer l'économie réelle.

Aujourd'hui, le bilan d'une banque ressemble plutôt à cela :



Les banques ont ajouté un étage à leur bilan (5), le plus souvent pour spéculer pour leur propre compte sans aucun bénéfice notable pour l'économie réelle. La Banque Centrale d'Angleterre, dans son rapport de stabilité financière de décembre 2011, estime que l'actif des banques a doublé entre 2005 et 2008. Pour financer ces actifs supplémentaires (5), les banques émettent des obligations (4). Elles empruntent donc de l'argent sur les marchés financiers via les SICAV monétaires, les fonds obligataires, les fonds de pension etc…
Etant donné qu'en Europe, les actifs financiers (5) des banques sont composés entre autres de dettes souveraines de pays européens en difficultés, les marchés ne veulent plus leur prêter de l'argent via les émissions obligataires (4) de peur de ne pas être remboursés. Les SICAV monétaires américaines étaient historiquement d'importantes pourvoyeuses de liquidités et la crise de la zone euro a provoqué une fuite de cette source de financement, d'où les problèmes récents des banques françaises qui étaient de grosses consommatrices d'emprunts en USD (4) pour financer leurs actifs en USD. Elles n'ont pas ou peu de dépôts (2) en USD puisqu'elles n'ont pas de réseau bancaire significatif en zone US.

Le problème des banques européennes est rendu encore plus complexe par leur levier trop élevé : leur bilan est disproportionné par rapport à leur niveau de fonds propres. Nous en sommes arrivés là car le régulateur se base encore sur le fameux core tier 1. C'est le ratio qui sert aux fameux stress tests !

Méthode de calcul du Core Tier 1

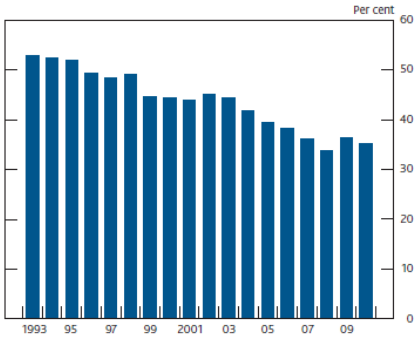
$$\text{Core Tier 1 Ratio} = \frac{\text{Core Tier 1 Capital}}{\text{Credit RWAs} + \text{Operational RWAs} + \text{Market RWAs}}$$

RWA = risque des actifs pondérés

Dexia avait un ratio core tier 1 de 12% à fin 2010 et pourtant cela ne l'a pas empêchée de faire faillite! Le calcul des RWAs lui permettait pourtant d'être en règle avec le régulateur car les placements en dettes souveraines ont une pondération du risque à zéro si le pays est noté AA - ou mieux. Une banque peut donc acheter à volonté de la dette souveraine sans que cela ne détériore son ratio de core tier 1, d'où l'importance de la notation pour continuer à faire partie du club des pays dont les banques peuvent acheter de la dette à volonté sans que cela ne pénalise leur ratio de core tier 1. Un pays dont la note se retrouve dégradée perd ainsi une source de financement importante. Par conséquent, son coût d'emprunt sur les marchés financiers risque d'augmenter.

On comprend bien qu'une banque pour être en règle peut « jouer » avec le dénominateur de la formule. Il y a, en effet, peu d'harmonisation pour le calcul des RWAs. Chaque banque décide elle-même du calcul du risque pondéré des actifs non notés de son bilan. La tentation est donc forte de se donner un risque faible afin de pouvoir, tout en gardant un ratio réglementaire, continuer à grossir son bilan.
Le graphique ci-dessous montre comment les banques au fil du temps ont « joué » avec la formule en abaissant le poids du risque.

Poids du risque pondéré moyen des banques européennes

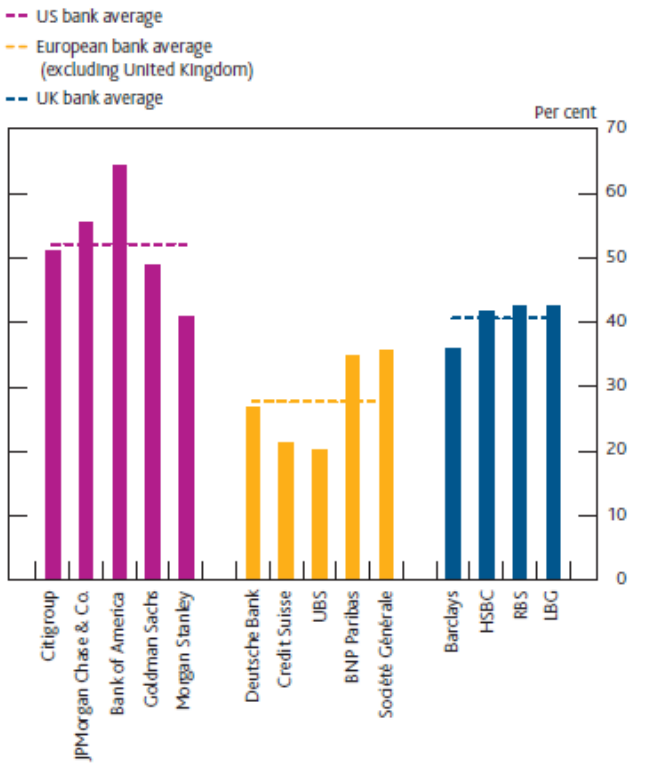


Source: Barclays Capital (2011), *Two hundred million inputs: can you trust risk weightings at European banks?*

(a) Sample size varies over time, consisting of 57 banks at its largest point.
(b) Average risk weights defined as total risk-weighted assets as a percentage of total assets.

Plus le bilan est gros, plus les profits sont potentiellement importants et le retour sur fonds propres (1) élevé. Le graphique, ci-dessous, issu du rapport de la Banque d'Angleterre, montre la disparité des calculs après ajustement comptable entre les différents pays. Une banque avec un bilan total de 1500 milliards se retrouve avec 500 milliards de RWA et un ratio core tier 1 de 10% si elle a 50 milliards de fonds propres.

Comparaison du poids du risque moyen entre les Etats-Unis et l'Europe

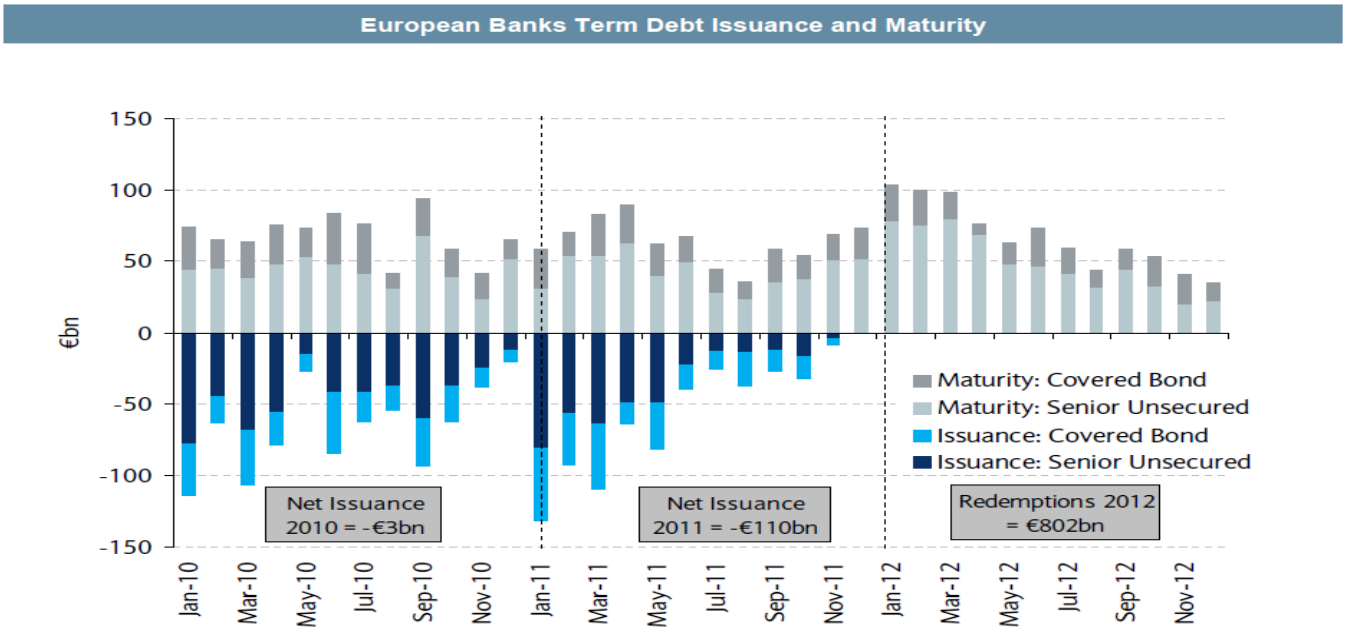


Sources: Published accounts and Bank calculations.

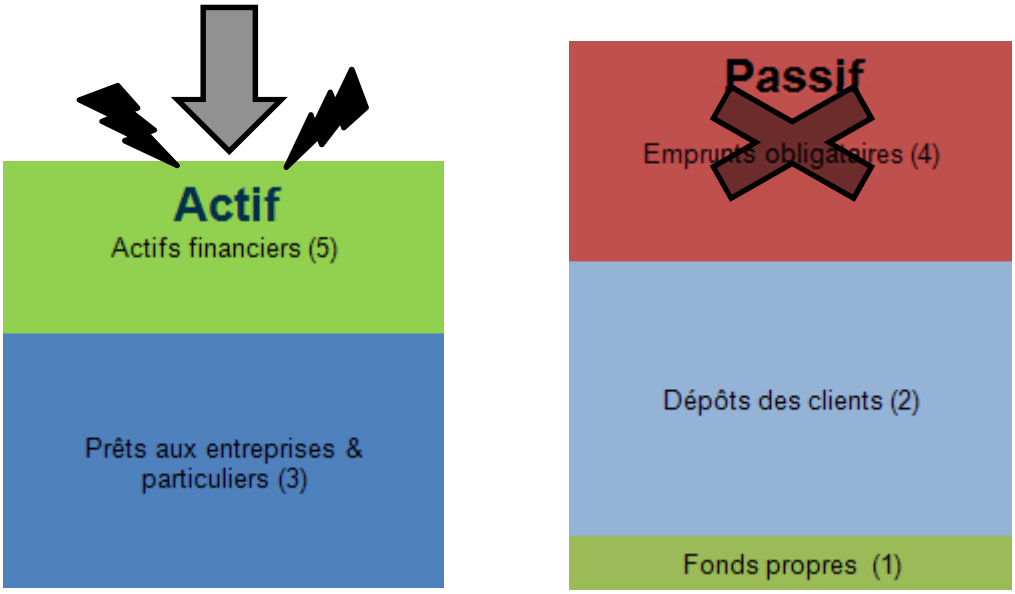
(a) Data as of end-2010.
(b) Average risk weights defined as total risk-weighted assets as a percentage of total assets. Total assets have been adjusted on a best-efforts basis to increase comparability between US GAAP and IFRS with respect to the treatment of derivatives.

On comprend vite qu'une perte de 3% de la valeur des actifs (3% de 1500 milliards, soit 45 milliards) contribue à rendre une banque insolvable. Je vous épargne la longue liste des risques de perte qui pèse aujourd'hui sur les actifs des banques (dette grecque, prêts dans l'immobilier commercial, etc…).
Avec cette prise de conscience du danger à prêter à une banque sous capitalisée, qui utilise trop l'effet de levier, et dont les actifs financiers sont de plus en plus perçus comme risqués, les investisseurs obligataires (4) sont partis. Il y a pourtant plus de 600 milliards de dettes bancaires à refinancer en 2012. La collision avec le refinancement des états est totale !

Dette bancaire à refinancer en 2012



Les banques se retrouvent avec un déséquilibre dans leur bilan et sont donc obligées d'en réduire la taille. Des études montrent que les banques en Europe vont devoir réduire la taille de leur bilan pour un montant de 1000 à 2000 milliards avec pour conséquence des risques de réduction de financement de l'économie réelle via une diminution des prêts aux petites et moyennes entreprises qui dépendent du crédit bancaire pour le financement de leurs projets et de leur besoin en fonds de roulement. Des lignes de crédit risquent également de ne pas être renouvelées.



Pour réduire la taille de leur actif, les banques réduisent aussi la part de leurs actifs financiers (5). Le risque est que ces cessions forcées engendrent des pertes qui rognent encore un peu plus les fonds propres (1) exacerbant le risque de perte pour les investisseurs obligataires (4).
Le cercle devient vicieux car moins il y a de financement par le biais des marchés via (4) et plus les banques doivent obtenir des liquidités par la Banque Centrale Européenne. Pour se faire, elles déposent en « gage » des actifs. Plus il y a d'actifs « gagés » et moins il en reste de disponibles pour obtenir des liquidités via la BCE. Moins il y a d'actifs non gagés et moins il y a de garanties pour les investisseurs obligataires (4) en cas de faillite de la banque. Moins il y a de garanties pour (4) et moins il y a de chance que la banque puisse recommencer à se financer par les marchés.

Pour sortir de cette impasse et du choc annoncé dès le début de l'année 2012 par le besoin de refinancement des banques et des gouvernements et afin de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort, la BCE a annoncé une opération exceptionnelle. Pour que le système bancaire européen ne s'effondre pas et que les banques ne soient pas obligées de réduire trop vite la taille de leur bilan, elles pourront gager des actifs qui jusqu'à maintenant n'étaient pas acceptés car considérés comme trop risqués (prêts aux PME…), sur une durée de 3 ans pour une quantité illimitée.

Voilà pourquoi, chers co-investisseurs, tant que les banques n'auront pas :

- Augmenté la proportion des fonds propres dans leur bilan,
- Adopté une méthodologie plus transparente sur le calcul des RWAs,
- Modifié leur modèle économique qui repose trop aujourd'hui sur les emprunts obligataires (4) court terme pour prêter sur le long terme,
- Réduit leur dépendance à la BCE,

et tant que les politiques n'auront pas réussi à mettre en place une feuille de route crédible et définitive sur la sortie de la crise de la zone euro, nous n'investirons pas notre argent dans les actions d'une banque.

Toute l'équipe de BDL Capital Management vous souhaite de bonnes fêtes de fin d'année et vous remercie de votre confiance.

Hughes Beuzelin et l'équipe de BDL Capital Management

Lettre rédigée le 21 décembre.