

Marchés : Le sable chypriote grippe la mécanique européenne

Une nouvelle résolution désordonnée d'une crise « mineure » crée un précédent inquiétant et relance les incertitudes dans la zone euro. Le secteur bancaire dans l'œil du cyclone ?

Points clés

- Fin du psychodrame chypriote, début d'une nouvelle période d'incertitude en Europe
- Un précédent : concentration de l'aide financière au gouvernement, le secteur privé supporte le fardeau de l'ajustement bancaire
- Changement de perception des risques des investisseurs sur les actions européennes
- Un sauvetage qui pourrait malgré tout faire école lors des prochaines recapitalisations bancaires
- Fin de la garantie implicite des Etats
- Nouveaux risques de rupture de la relation de confiance entre clients et banques
- Contrôle des capitaux, un euro à deux vitesses

La fin du psychodrame chypriote sera sans doute le début d'une nouvelle phase d'incertitude en Europe

L'accord conclu in-extremis dimanche 25 mars entre la troïka et le gouvernement chypriote marque la fin d'un psychodrame qui aura fait la une des médias européens pendant deux semaines et relancé les incertitudes auprès des investisseurs, mais surtout auprès de l'ensemble des populations des divers pays membres de l'Union européenne.

L'année 2013 avait pourtant débuté sous de très bons auspices. La confiance des investisseurs était revenue et les décisions politiques prises en 2012 pour contrer l'exode de capitaux des pays du sud vers ceux du nord de l'Europe et sauver les secteurs bancaires et les banques en difficulté semblaient satisfaire la plupart des intervenants.

Il aura fallu une crise « mineure » à l'échelon de l'Europe pour tout remettre en question et relancer les incertitudes sur la stabilité du système bancaire européen.

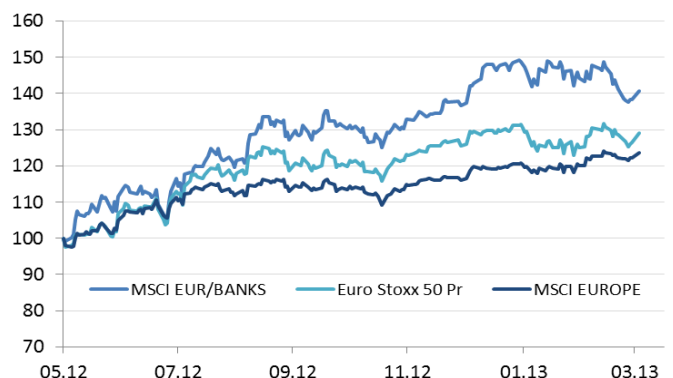
Rappelons en effet que la crise chypriote concerne un état dont le PIB représente à peine 0.2% du PIB de l'Union européenne et que l'incapacité de gérer efficacement et de manière ordonnée une crise dans un aussi petit Etat de l'union laisse naturellement planer des doutes considérables sur la vision et la capacité d'action des forces et autorités en présence.

Les actions bancaires européennes sous pression depuis le début de la crise chypriote

Depuis l'été 2012, le secteur bancaire européen avait largement profité de l'amélioration du climat boursier et du retour de la confiance des investisseurs. Les mécanismes de stabilisation et le soutien annoncé au secteur bancaire avaient permis aux banques européennes de surperformer très significativement l'ensemble du marché actions. Le secteur bancaire européen profitait donc d'un environnement plus optimiste pour progresser de +50% jusqu'au 15 mars 2013, l'indice MSCI Europe Banque surperformait alors de +18.4% l'indice Euro Stoxx 50 et de +23% l'indice MSCI Europe.

Mais le plan de sauvetage chypriote a remis en question cette tendance.

Performance relative des bancaires européennes



Sources : Bloomberg, BBGI Group

La crise chypriote marquera sans doute un changement de perception du risque des investisseurs et un renversement de tendance, qui pourrait affecter l'ensemble du marché actions.

En effet, la sous-performance récente des actions bancaires depuis l'émergence de la crise intervient après plusieurs semaines de stagnation des cours, et pourrait se poursuivre, alors que les investisseurs prendront progressivement en compte les risques que fait peser le plan de sauvetage chypriote sur le secteur.

Indice MSCI Europe Banques



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Une reprise temporaire devrait ainsi probablement être suivie de nouvelles prises de profit. Le poids du secteur bancaire dans les indices européens, d'environ 15%, pèsera sur leur évolution.

Mais c'est avant tout le retour des incertitudes qui pourrait provoquer des prises de profits généralisées au cours des prochaines semaines.

Détails du nouveau plan de sauvetage

Après deux semaines d'âpres discussions entre le gouvernement chypriote, l'Union européenne, le FMI et la BCE, un nouveau plan de sauvetage, assez différent du premier plan imaginé, a été accepté. Celui-ci sacrifie la banque Laiki, seconde banque du pays, mais sauve les dépôts des « petits » épargnants jusqu'à la contre-valeur de 100'000.- euros. Les actifs sains de la banque seront transférés à la Banque de Chypre. Celle-ci profitera d'un engagement de 9 milliards d'euros du programme ELA (Emergency Liquidity Assistance) mis en place par l'entremise de la Banque Centrale de Chypre. Elle sera par ailleurs recapitalisée dans les semaines à venir par une mise à contribution du secteur privé, notamment par la conversion des dépôts non-garantis en actions de la banque. Ces dépôts non-garantis pourraient perdre 30% de leur valeur. Les actifs toxiques de la banque Laiki seront regroupés avec ses dépôts non-garantis et bloqués jusqu'à la liquidation des actifs toxiques, ce qui pourrait représenter des moins-values pouvant aller

jusqu'à 40% de leur valeur. Le nouveau plan prévoit aussi un programme de privatisation d'actifs et le rééchelonnement d'emprunts existants auprès de la Russie pour un montant de 2.5 milliards d'euros de 2016 à 2021 et une éventuelle réduction du taux d'intérêt. Mais l'essentiel réside naturellement dans l'octroi d'un prêt de 10 milliards d'euro à l'Etat chypriote pour couvrir ses besoins urgents de financement par le MES et le FMI sur la période 2013-2016.

Un sauvetage d'un nouveau type qui pourrait malheureusement faire école

Ce nouveau plan a le mérite de s'attaquer à la source du problème et de traiter la question du financement de l'Etat indépendamment du problème bancaire.

L'aide apportée par la troïka est donc réservée au gouvernement et le secteur privé supporte la responsabilité de l'ajustement du système bancaire.

Contrairement à ce qui c'était passé jusqu'à présent pour les crises grecque, espagnole, portugaise et irlandaise, le lien entre les bilans bancaires et la dette souveraine est rompu.

On peut se poser la question de savoir si un autre choix était possible dans le contexte chypriote. Une recapitalisation des banques en difficulté par l'Etat aurait probablement coûté près de 20 milliards d'euro, l'équivalent du PIB chypriote, ce qui aurait presque doublé le ratio dette/PIB, une solution peu envisageable.

Cette solution a le mérite d'éviter la taxation systématique de tous les dépôts, envisagée dans le plan de sauvetage initial. Elle permet aussi de réduire de facto la taille du secteur bancaire chypriote (la banque Laiki représentant environ 25% du secteur) et de mettre à plat le modèle de développement du secteur. Nul besoin d'être devin pour imaginer la prochaine étape de redimensionnement du système bancaire chypriote, lorsque le système « temporaire » de contrôle des capitaux sera aboli et que les sorties de dépôts s'amplifieront à nouveau. Une raison de plus de penser que les mesures temporaires seront certainement plus durables que ne l'affirment aujourd'hui les autorités.

Quant à l'économie chypriote, elle aura sans doute du mal à se relever de cette restructuration, mais ce n'est pas pour l'heure l'inquiétude principale des observateurs.

La vraie inquiétude réside dans la nouveauté et le précédent que ce plan de sauvetage constitue. Les interrogations légitimes vont bon train et d'aucuns se demandent si le modèle est répliquable ou

transposable dans d'autres pays de l'Union européenne.

Risques de répliques plausibles

Il n'en aura naturellement pas fallu plus que les déclarations du président de l'Eurogroupe M. Jeroen Dijsselbloem, rapidement démenties ensuite, évoquant la possibilité que le plan chypriote puisse devenir un nouveau modèle applicable à n'importe quel autre pays en difficulté, pour relancer une vague d'inquiétude généralisée. Mais le mal était fait et il y a fort à parier que son intervention reflète probablement la position d'un certain nombre de politiques, ce qui laisse planer le doute sur les futures intentions des instances européennes. D'autant que ce modèle présente l'avantage de limiter l'aide financière aux gouvernements en difficulté en laissant le secteur privé supporter les ajustements du système bancaire au prix de faillites et de liquidations.

L'avantage principal résidant sans doute dans la distinction désormais faite entre le risque souverain et le risque du secteur bancaire.

Il est dès lors bien difficile de réfuter catégoriquement tout risque de réplique de ce plan à d'autres situations du même type.

Les opinions publiques seront d'ailleurs sans doute les premières à soutenir une forme de partage du fardeau du sauvetage entre le secteur privé et le secteur public, aussi longtemps que la majorité des épargnants ou des contribuables sera épargnée par les mesures décidées.

Nouvelle crise de gouvernance et de communication des institutions européennes

L'épisode chypriote sonne sans doute le glas de l'optimisme naissant et d'un retour à la confiance acquis en 2012 par de hautes luttes politiques.

Cette dernière crise apparaît plus que jamais comme une nouvelle défaillance des autorités européennes en termes de communication. La proposition de taxation systématique des dépôts, y compris ceux garantis, puis finalement la transformation forcée des dépôts non garantis en titres pouvant provoquer une perte de valeur de près de 40% pour leurs détenteurs, témoigne d'une maladresse évidente de leurs initiateurs.

Reste qu'aujourd'hui, les institutions européennes se sont une nouvelle fois caractérisées par leur précipitation et leur légèreté dans l'élaboration d'une solution à une crise qui aurait dû rester ce

qu'elle est, c'est-à-dire une crise « mineure » à l'échelle de l'Union européenne.

La crise chypriote n'intégrait qu'un faible risque systémique, mais les messages donnés par les deux plans de sauvetages ont eu des effets désastreux sur le plan psychologique notamment.

Désormais, les épargnants sont à nouveau moins certains que leur épargne soit véritablement protégée et intègrent de plus en plus l'éventualité à l'avenir de se réveiller un matin avec l'impossibilité d'accéder à celle-ci librement.

La crise chypriote aura finalement contribué à relancer de nouvelles incertitudes et à augmenter la méfiance des épargnants et des investisseurs à l'égard du système financier et politique européen en relançant les risques de crise des dettes souveraines.

Précédents dangereux pour la stabilité de l'euro

En décidant pour la première fois de lâcher une banque, la zone euro cherche à faire un exemple en avertissant que l'aléa moral, qui prévalait jusqu'alors, ne devrait plus être considéré comme un tabou. Un message aux banques, à leurs partenaires financiers et clients, qui a le mérite d'être clair : « si vous ne pouvez pas assumer les risques que vous prenez, vous devrez en tirer les conséquences et assumer l'éventualité d'une faillite ».

Comment ne pas craindre dès lors que tout futur plan de sauvetage bancaire de la zone euro ne s'inspire pas, au moins un peu, de ces principes ?

C'est de fait la fin de la garantie implicite des Etats sur les systèmes bancaires et un nouveau risque de rupture de la relation de confiance entre clients et banques, tout au moins en ce qui concerne la sécurité de leurs dépôts.

S'il n'échappait à personne que le plan chypriote toucherait certainement plus les dépôts de clients russes que l'épargne de citoyens de Chypre, il n'en est désormais pas moins vrai que ce plan crée une inquiétude chez tous les déposants de banques européennes convaincus à présent que rien ne les prémunit contre le même type de risque à l'avenir.

Relevons encore qu'au chapitre des précédents, le rétablissement d'un strict contrôle des changes visant à empêcher une hémorragie de capitaux renvoie au risque d'une monnaie unique à deux vitesses, un euro libre et un euro fixe, dont la circulation est contrôlée. La prochaine étape pour Chypre sera probablement la sortie de la zone euro.

Pour quelques milliards de plus, qui auraient probablement pu être financés par le mécanisme européen de stabilité, la troïka et le gouvernement chypriote ont pris le risque de remettre en question les avancées réalisées et de réveiller les spéculations sur un éclatement possible de l'euro et sur la sécurité des dépôts bancaires.

L'union bancaire et la supervision des banques par la BCE fait toujours cruellement défaut à la zone euro qui serait bien inspirée de tout mettre en œuvre pour en accélérer le processus de création.

Quels risques de recapitalisation des banques en Europe ?

La crise chypriote et son plan de sauvetage relancent les interrogations sur la santé du secteur bancaire européen. Le projecteur revient donc éclairer la problématique des besoins de recapitalisation des banques face à une progression des créances douteuses encore non provisionnées. Les banques espagnoles, italiennes, portugaises et grecques sont à nouveau au premier plan, mais l'ensemble des banques européennes est potentiellement concerné. Les prêts douteux non provisionnés des banques espagnoles se montent en janvier 2013 à environ 41.5 milliards d'euros, un chiffre qui atteint 64 milliards pour les banques italiennes. Un montant de 100 milliards d'euro pour ces deux seuls pays laisse déjà entrevoir l'ampleur des efforts à entreprendre.

Une recapitalisation par le secteur privé sera donc probablement nécessaire, mais elle ne sera peut-être désormais plus aussi aisée après la crise chypriote.

Dès lors, le risque augmente de devoir effectuer ces recapitalisations par le biais des budgets des Etats. Rappelons que le mécanisme de stabilité européen ne pourra intervenir qu'après la mise sur pied d'une supervision européenne des banques, prévue pour la mi-2014, et ne concernera que les pertes futures en excluant les pertes anciennes.

Alors, certains seront peut-être tentés de ne pas alourdir les budgets des Etats concernés par ces recapitalisations et chercheront des solutions permettant d'éviter de creuser un peu plus les déficits gouvernementaux et d'augmenter la dette publique au-delà d'un niveau qui exigerait une restructuration de la dette publique.

Le plan chypriote risque donc de resurgir à n'importe quel moment comme un exemple à suivre.

Les événements récents marqueront peut-être un vrai changement de cap dans l'approche envisagée par les politiciens européens pour résoudre les problèmes de capitalisation des banques. Ils suggèrent que la socialisation des dettes du secteur bancaire privé n'est probablement plus soutenable. Le secteur bancaire américain se porte mieux, précisément parce qu'il a été forcé d'accepter ses pertes plus rapidement. Il est difficile de déterminer quelle approche sera finalement suivie en cas de difficultés rencontrées par de grandes banques en Espagne ou en Italie par exemple. Quoi qu'il en soit, les mouvements de capitaux ne sont pas prêts de s'interrompre et pourraient même s'intensifier significativement dans les prochains mois.

Dans ce concert de difficultés et d'incertitudes, la bonne nouvelle tient dans l'accord de l'Union européenne annoncé ces derniers jours, concernant la mise en œuvre de la supervision bancaire par la Banque Centrale Européenne sur 150 banques dont les actifs sont supérieurs à 30 milliards ou représentent plus de 20% de leur PIB domestique. Les autres banques resteront sous la supervision des régulateurs nationaux. C'est le premier pas vers une union monétaire, nécessaire à la reconstruction de la confiance du secteur bancaire européen. Mais du concept à la réalisation il y a encore du chemin à parcourir, et entre temps, d'ici la mi-2014 l'incertitude peut encore progresser.

Conclusions

Retour des incertitudes dans la zone euro après neuf mois d'accalmie.

Le secteur bancaire rentre dans une nouvelle zone de turbulence et entraînera sans doute avec lui l'ensemble du marché actions.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch