

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés: Banques européennes - Tout est relatif

4 Janvier, 2012

Focus: Revue du secteur bancaire européen

Points clés:

- Des valorisations basses, mais sans véritables catalyseurs.
- Une croissance faible comparée aux autres sociétés mondiales du secteur rend le groupe relativement peu intéressant.
- Perte de parts de marché, désendettement et augmentations de capital en perspective.

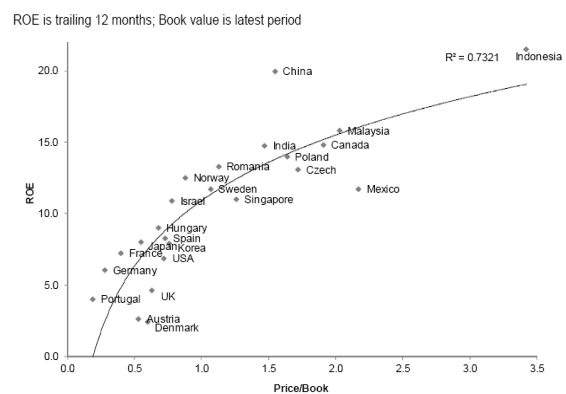
Une longue période d'ajustement nous rappelle que les actions des banques européennes doivent encore trouver un plancher important à des niveaux plus bas.

Le secteur bancaire européen

La croissance est un élément essentiel pour que le sentiment des investisseurs à l'égard du secteur bancaire européen redevienne positif. Les valorisations actuelles peuvent paraître attrayantes par rapport à leurs niveaux historiques, en termes relatifs ou par comparaison mondiale, cependant les banques européennes nous semblent toujours peu intéressantes. Cette note hebdomadaire tente de déterminer quels sont les catalyseurs qui manquent pour que l'on puisse considérer que ce groupe est dans une situation de retournement, elle examine également l'environnement actuel du secteur et ses implications.

Les banques sont liées aux économies locales et régionales. La croissance des prêts et l'évolution de la qualité du crédit ont un impact sur les bénéfices des banques et leur valorisation est fortement corrélée à la croissance réelle du PIB. Les économies européennes, sous le poids des plans d'austérité dus à leur endettement excessif, devraient afficher la croissance la plus faible du secteur en 2012, rendant leurs marchés bancaires les moins intéressants du

monde. L'europe est la seule région où le consensus des prévisionnistes annonce une récession pour 2012 et l'histoire nous a montré que les banques ne surperforment pas en période de récession.



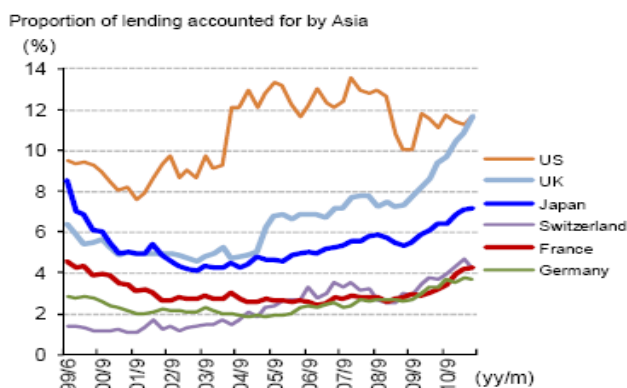
Source: Datastream, Nomura research

Les grandes banques européennes ont un retour sur fonds propres et un ratio cours du marché sur valeur comptable bas (approximativement 0.5x). Ces valorisations reflètent leurs perspectives de croissance médiocres. En comparaison mondiale, ces valorisations basses ne représentent pas un catalyseur, car il existe des alternatives plus intéressantes. A titre d'exemple, les valorisations des banques japonaises et coréennes sont toutes aussi basses, mais la dynamique de leurs bénéfices est bien meilleure. Les banques cotées en Thaïlande, en Indonésie, en Chine et en Inde devraient toutes profiter de perspectives bénéficiaires supérieures, soutenues par une croissance continue du PIB régional, des bilans solides par des politiques budgétaires et monétaires pouvant stimuler l'activité économique. Le consensus des prévisionnistes est moins favorable pour les banques singapouriennes, australiennes et malaisiennes en 2012, essentiellement pour des motifs d'évaluation.

L'évolution des valeurs bancaires européennes est très fortement influencée par les écarts de rendement des obligations souveraines européennes. Comme

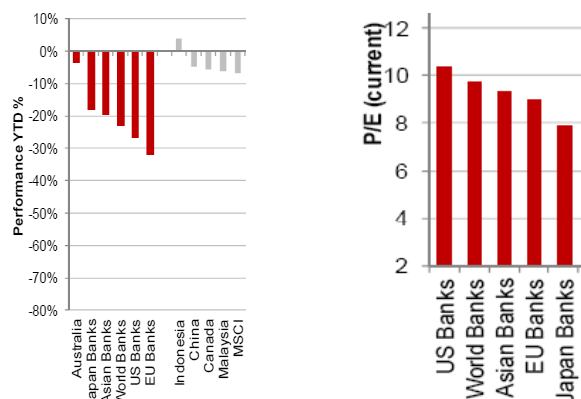
nous devrions le savoir maintenant, une solution financière coordonnée est requise pour réduire durablement ces écarts de rendement. La BCE a pour l'instant écarté tout programme d'achat massif d'emprunts d'Etat qui pourrait faire baisser les primes de risque des valeurs bancaires européennes.

Plus généralement, dans la zone européenne, les banques continueront à se désendetter et à procéder à des augmentations de capital. Malheureusement, cela impliquera un resserrement du crédit sous-jacent qui affectera négativement la croissance du crédit. **Le secteur bancaire européen ne représentera une opportunité d'achat que lorsque le processus de recapitalisation aura pris fin et que les valeurs comptables auront touché leur creux; nous pensons que ce processus est loin d'être achevé.** En outre les inconnues liées aux solutions des organismes de réglementations constituent un autre problème. **Au sein de la zone européenne, il existe cependant des distinctions. Le consensus favorise ainsi les banques suisses, scandinaves et anglaises, mais essentiellement dans une optique de trading.** Il faut également noter que le processus de redimensionnement des banques européennes pousse celles-ci à se débarrasser de leurs actifs asiatiques au plus mauvais moment. Le manque de capitaux et de liquidités est en train de redistribuer les parts de marchés observées durant les dix dernières années. Les meilleures parts de marchés seront certainement à prendre dans la zone asiatique. Les vainqueurs de cette compétition ne sont pas encore connus mais il est fort à parier que les banques japonaises bénéficieront de cette situation pour s'étendre en Asie. Les marchés bancaires chinois et indiens sont pénalisés par les restrictions de circulation de capitaux dans ces régions. Le graphique suivant démontre bien que les montants prêtés par les banques suisses, allemandes et françaises en direction du marché asiatique sont bien moins importants que ceux alloués par les américains, les japonais ou les anglais.



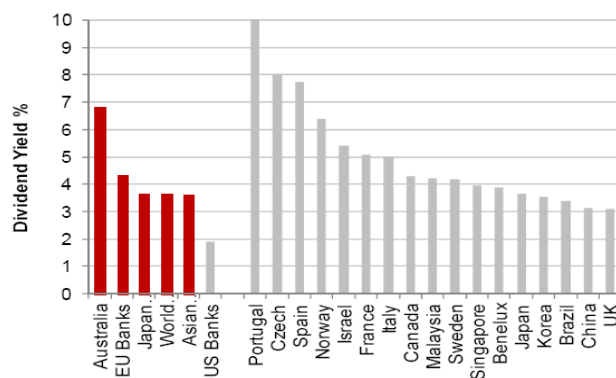
Valorisations

Les graphiques suivants indiquent les performances et les multiples des valorisations boursières sur 12 mois par actions. Pour rappel, la Chine se situe à 7x, le Brésil à 10x, l'Inde à 10x, le Royaume-Uni à 13x, la France à 5x, la Corée à 13x et l'Indonésie à 14x. On constate que les valorisations bancaires des pays asiatiques et des marchés émergents sont relativement plus séduisantes.



Source: Nomura / Datastream

En ce qui concerne le rendement des dividendes, il est relativement élevé pour les banques espagnoles, portugaises, françaises et italiennes. Mais le consensus prévoit une baisse de ces rendements à cause des recapitalisations et des augmentations de capital ou encore des dividendes qui devraient baisser en 2012. On peut également observer que les rendements canadiens, suédois, japonais, coréens, brésiliens, indiens et chinois font partie des plus élevés, toutefois leurs perspectives de croissance sont encore meilleures pour 2012.

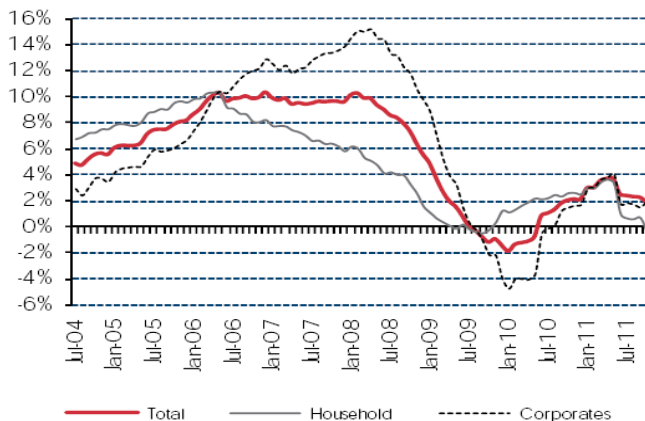


Source: Nomura / Datastream

Europe

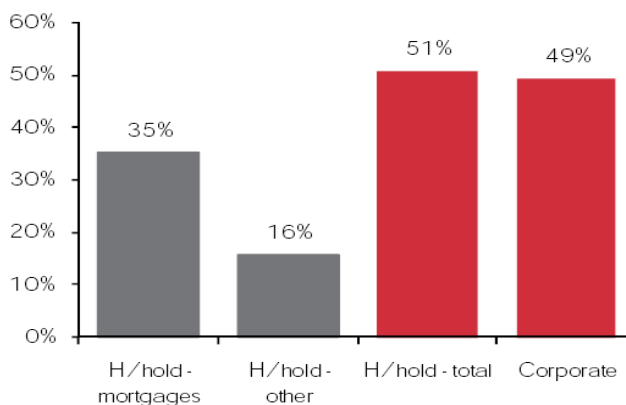
Les graphiques suivants tendent à mettre en évidence les anticipations de croissance annualisée des prêts dans la zone européenne. Le premier illustre la croissance des crédits alloués par les banques européennes ; la hausse des crédits se situe aux environs de +2% mais reste sous une pression constante.

Croissance des crédits - Total des encours



Source: ECB

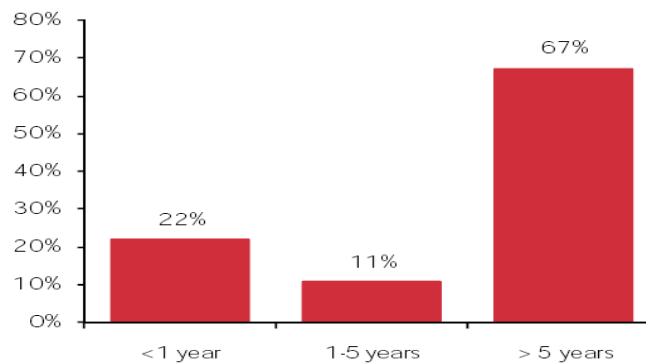
En ce qui concerne les types de crédits octroyés par les banques européennes, la moitié consiste en des prêts liés à l'immobilier, et l'autre moitié aux entreprises. Les crédits hypothécaires représentent 70% des prêts liés à l'immobilier comme on peut le constater sur le graphique suivant :



Source: ECB / Datastream

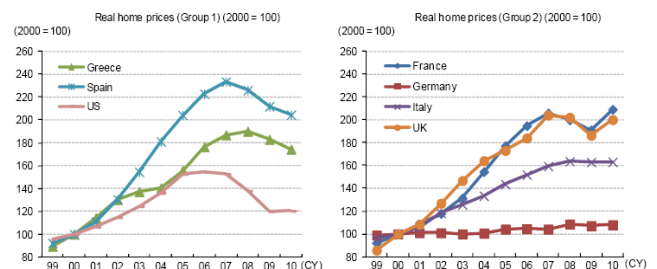
En ce qui concerne les échéances, il apparaît que presque 70% des prêts consentis par les banques de la zone euro se répartissent dans des durées de plus de 5 ans. Ceci concerne particulièrement les crédits hypothécaires qui demeurent les plus vulnérables à

des dépréciations d'actifs et des pertes prises par les banques.

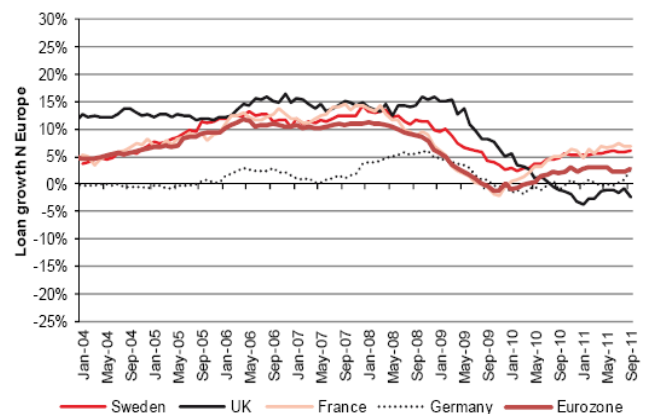


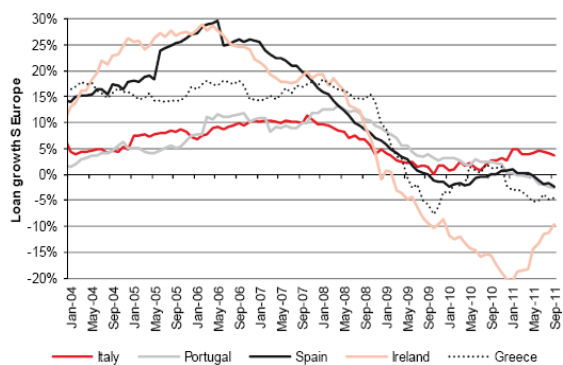
Source: ECB / Datastream

Le graphique suivant à gauche illustre l'évolution des prix de l'immobilier depuis l'an 2000 aux USA, en Espagne et en Grèce. Sur la droite, la même évolution en France, en Italie, en Allemagne et en Angleterre. En comparaison avec d'autres bulles immobilières qui ont déjà éclaté, il y aurait du souci à se faire concernant certains marchés européens.



Les deux graphiques suivants montrent l'évolution de la croissance des prêts entre le nord et le sud de l'Europe. Une différence très claire apparaît entre ces pays depuis le pic économique atteint en 2007.





Source: Central bank data / Nomura

Conclusion

Pour conclure, nous pensons que le secteur bancaire pourrait bénéficier d'une amélioration de la conjoncture du climat des investissements en 2012. Toutefois, si l'on prend en compte la grande disparité des perspectives de croissance dans le monde, de meilleurs fondamentaux plaident en faveur de la zone asiatique et les investissements dans ce secteur devraient privilégier les titres bancaires asiatiques au détriment des valeurs européennes.