

Schroders Quickview



15 septembre 2008



Roger Doig
Analyste Crédit

L'après Lehman : quelles perspectives pour la qualité de crédit du secteur financier ?

Que Lehman se soit placé sous la protection de la loi sur les faillites (chapitre 11) a démenti les deux postulats suivants :

- Certaines banques / institutions financières sont trop grandes et trop interdépendantes pour faire faillite
- Les banques de Wall Street vont faire preuve de solidarité entre elles

Il faut avoir en tête que le réel problème d'un business model de broker / dealer, à l'instar de Lehman Brothers ou Merrill Lynch, est le manque d'accessibilité à un financement (bon marché) par des dépôts bancaires à l'image de ceux dont ont bénéficié JP Morgan Chase et Citigroup. Cette situation les place dans une situation sensiblement moins avantageuse que leurs concurrents.

Lorsque les pertes sur les positions RMBS et CMBS qu'elles avaient initiées en 2003 se sont matérialisées, les deux broker/dealers n'ont trouvé les financements nécessaires pour garantir leurs actifs qu'à des conditions de plus en plus dissuasives. Ce phénomène affecte l'ensemble des broker / dealers notamment ceux présentant un business model similaire. Ainsi, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, mais aussi Deutsche Bank, Crédit Suisse et UBS sont confrontés à une problématique similaire, même si c'est à des degrés divers. Si la faillite est une des éventualités possibles, si dorénavant c'est du « chacun pour soi », la recherche d'une solution à cette problématique devient d'autant plus urgente. Selon nous, Merrill Lynch en a réellement pris conscience ce qui explique sa décision de se faire racheter - à des conditions apparemment raisonnables - par la Bank of America qui dispose elle d'une importante base de dépôts.

On peut s'attendre à ce que les autres broker /dealers s'engagent dans une stratégie similaire – qui consistera soit à se faire racheter par des banques disposant d'importantes bases de dépôts soit à acquérir elles-mêmes ces banques de dépôts. L'acquisition par Deutsche Bank d'une participation dans Postbank la semaine dernière peut être considérée comme une étape dans cette direction, bien que les événements du week end puissent contraindre la banque allemande à accélérer ses plans. Il ne serait pas surprenant d'apprendre qu'une banque comme HSBC se porte acquéreur d'une institution comme Morgan Stanley. Quels que soient les avantages potentiels de telles opérations, la logique est cohérente et claire.

Le système bancaire américain : la voie vers la reprise devient de plus en plus claire

En dépit des événements du week end, la nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac a mis une limite à la dégradation de la valeur des MBS américains (ou du moins de leur spread par rapport aux emprunts d'Etat). Avec la pentification de la courbe des taux et la migration de banques fragiles vers des bilans plus solides, les éléments d'une reprise dans le secteur financier américain se mettent en place.

Sur un horizon moyen terme, je suis beaucoup plus confiant dans un scénario de reprise. Washinton Mutual (WaMu) et Wachovia et les 117 banques inscrites sur la liste des établissements sous surveillance du

- **Un manque d'accessibilité à un financement (bon marché) par des dépôts bancaires pour les activités de broker / dealers.**
- **Il est de plus en plus urgent de résoudre cette problématique, le Trésor américain ne procédant pas au sauvetage de Lehman Brothers.**
- **Selon nous, la décision de Merrill Lynch de se faire racheter par Bank of America est une des réponses à cette problématique – espérons que d'autres établissements s'engageront dans une stratégie similaire.**
- **Après le sauvetage de Fannie Mae et Freddie Mac, les éléments de reprise du secteur financier américain se mettent en place.**
- **Le tableau est moins clair en Europe – le postulat « trop grande pour tomber » est vraisemblablement toujours de mise en Europe mais devrait être mis à l'épreuve au cours des prochains mois**

Schroders Quickview

15 septembre 2008



FDIC¹ posent toujours problème, mais le système dans son ensemble résiste de mieux en mieux.

Des prévisions toujours moroses en Europe

Le tableau n'est pas aussi clair pour les banques européennes. Celles qui ont misé sur la titrisation pour se financer seront confrontées à des problèmes de refinancement au cours des prochaines années, sans pouvoir avoir recours à un soutien équivalent aux GSEs et FHLB américains.

Dans la plupart des pays européens, les obligations sécurisées sont soit trop illiquides ou insuffisamment attractives pour l'investisseur, pour constituer une alternative. Ces banques doivent donc repenser leur métier. Selon nous, les craintes concernant les banques ayant un ratio crédits/dépôts élevé (à l'instar de Bancaja) devraient persister. Le postulat « trop grande pour tomber » est vraisemblablement toujours de mise en Europe mais devrait être mis à l'épreuve au cours des prochains mois.

Information importante :

Ce document exprime les opinions de Roger Doig – Analyste crédit, et ne représente pas nécessairement les opinions de Schroder Investment Management Limited.

Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers. Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders, et ceux-ci sont susceptibles de changer. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document.

Publié par Schroder Investments Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority.

Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.

¹ La Federal Deposit Insurance Corp (FDIC), agence fédérale américaine de garantie des dépôts bancaires