

## **L'Agefi (21.12.2010)**

### **La hausse programmée du compartiment financier**

**2011. La levée des incertitudes permettra sans doute aux titres financiers suisses de rattraper leur retard.**

**philippe rey**

Les marchés financiers n'aiment pas l'incertitude. Or, tant les banques que les entreprises d'assurances n'en manquent pas à l'heure actuelle. En particulier en ce qui concerne les nouvelles règles en matière de capital et de solvabilité, aux plans européen et suisse. Celles-ci ne sont pas encore définitivement arrêtées, notamment pour ce qui est de leur mise en œuvre. Des questions de calibrage et de principes comptables restent posées.

Ces éléments, qui posent notamment la question du versement d'un dividende durablement intéressant et la possibilité d'atteindre des buts financiers élevés, ont joué en leur défaveur en 2010. De manière générale, car il y a des exceptions qui confirment ce constat, particulièrement Julius Baer Group, dont l'action a progressé d'environ 20% depuis le début de l'année.

Un autre inconvénient pour les valeurs financières est le contexte de bas taux d'intérêt et la valorisation correspondante des titres à revenu fixe, dont regorgent les portefeuilles des assureurs. Lesquels sont à la merci d'un retournement brutal des taux d'intérêt d'un point de vue strictement comptable.

L'action Credit Suisse Group a perdu un peu plus de 26% cette année, tandis qu'UBS a concédé près de 3,5%. Credit Suisse a été une des meilleures valeurs de l'année 2009. Le recul de 2010 caractérise les mouvements en dents de scie de ces titres sur le long terme.

Cependant, la confirmation de la reprise économique en 2011 ainsi que des marchés restant bien disposés, conjugués à une levée d'incertitudes existantes en matières de régulation et de normes comptables, auront pour effet une progression des valeurs financières l'an prochain.

Une expansion des multiples cours/bénéfices (PER) et cours/fonds propres (price/book ratio) n'est ainsi pas impossible pour le secteur des assurances. Sur ce plan, les banques affichent généralement des multiples qui sont actuellement plus élevés que ceux des groupes d'assurances.

Certes, les écarts ne sont pas très grands entre les deux grandes banques et les assureurs. En effet, les PER se situent en-dessous de 10x pour les banques et les

assureurs. En revanche, Credit Suisse et UBS jouissent d'une légère prime s'agissant du price/book ratio, avec un multiple de 1,25x pour UBS et 1,32x pour Credit Suisse, eu égard à leur fonds propres part du groupe ou revenant aux actionnaires (c'est-à-dire après intérêts minoritaires).

Les pures banques de gestion de fortune, à savoir Julius Baer et Banque Sarasin, se négocient sur le marché à un peu plus de deux fois leurs fonds propres. Elles ne sont pas tributaires des cycles de la banque d'investissement et ont éliminé tout conflit d'intérêt avec les activités d'asset management.

Dans un autre registre, Swiss Re et Swiss Life se traitent encore sensiblement en dessous de leurs capitaux propres publiés. Swiss Re a fait du surplace au plan boursier en 2010, alors que Swiss Life a vu son cours gagner un peu plus de 4%. En comparaison, Vaudoise Assurances et Helvetia Holding ont progressé fortement (+25% et +13% respectivement). Toutefois, leur multiple cours/fonds propres n'est pas supérieur à 1x. Contrairement à Zurich et Bâloise qui présentent un ratio de 1,1x environ.

La Finma et la BNS recommandent une application rapide des mesures préconisées par la Commission d'experts chargée par le Conseil fédéral de statuer sur la problématique du too big to fail en Suisse, des mesures qui s'appuient sur les normes minimales de Bâle III et sont conformes aux recommandations du Conseil de stabilité financière.

Les incertitudes s'avèrent plus grandes concernant les entreprises d'assurances et la mise en application exacte du système de solvabilité économique SST (Test suisse de solvabilité) sous l'égide de la Finma. On ne connaît pas encore la teneur définitive en matière de calibrage et de swiss finish, au regard du modèle européen Solvency II et de leur équivalence.

Les grands groupes suisse d'assurance et de réassurance appliquent une gestion de leur capital économique qui se base sur une exigence de capital Standard & Poor's AA, donc bien au-dessus du minimum exigé par Solvabilité II.

Une certitude : le caractère pro cyclique de SST, qui réside dans la nécessité pour les entreprises de se défaire de placements en capitaux à un moment économiquement peu favorable, en raison de la dégradation des marchés financiers. D'autre part, les exigences en capital des systèmes SST et solvabilité II restent difficiles à comparer. Quand cela est possible, les études menées par la Finma ont montré que les exigences stipulées par SST n'étaient en aucun cas exagérément supérieures à celles de solvabilité II.