



SPOTLIGHT

Octobre 2016

DEUTSCHE BANK: OPPORTUNITÉ OU VALEUR PIÈGE?



MICHAEL CLEMENTS, CFA

European Equities Expert

“Tout investisseur sélectionnant ses titres dans une optique de long terme doit analyser la situation problématique à laquelle il est confronté et en tirer le meilleur parti. **”**

Les problèmes que rencontre Deutsche Bank nous interpellent. La banque allemande domine l'actualité boursière depuis que le ministère américain de la Justice a annoncé son intention de lui infliger une amende de USD 14 milliards au titre de ses activités immobilières d'avant-crise. Alors que Deutsche Bank est soumise à de fortes pressions, en tant qu'investisseurs contrariants nous nous demandons si l'action du groupe est une opportunité de valeur ou si elle est tout simplement non investissable? Dans ce dernier cas, les déboires de Deutsche Bank pourraient-ils déclencher une nouvelle crise bancaire?

Les craintes du marché ont été momentanément apaisées. Deutsche Bank n'est pas le prochain cas Lehman Brothers. Avant sa faillite, Lehman déclarait qu'elle était solvable. Elle l'affirmait jusqu'à ce qu'elle soit confrontée à un tarissement de sa liquidité. A l'inverse, Deutsche Bank jouit certes d'une liquidité abondante, mais est-elle solvable pour autant? Elle affiche un bilan colossal et complexe avec des milliers de milliards d'euros d'actifs. Elle est sous le coup d'une amende de plusieurs milliards de dollars infligée par le ministère américain de la Justice (d'autres litiges pourraient suivre) et est plombée par un fort endettement. Aussi, elle sera très probablement obligée de lever de nouveaux capitaux, près de EUR 5 milliards selon certains. Une levée de fonds de ce montant, ramenée à une capitalisation boursière de EUR 17 milliards et au regard d'une action se négociant à 0,3 fois sa valeur comptable, aura un effet fortement dilutif sur les participations des actionnaires. Par ailleurs, les investisseurs seront-ils prêts à engager un montant supplémentaire aussi important? Les dirigeants de la banque devront proposer un plan crédible prévoyant des cessions d'actifs et d'importantes

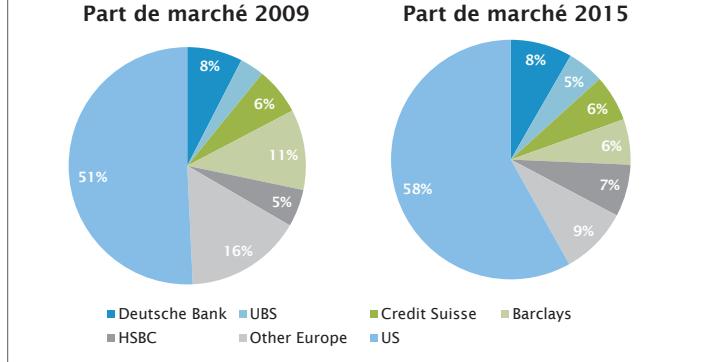
réductions de coût. Le problème de Deutsche Bank est qu'elle n'a pas de cœur de métier sur lequel s'appuyer. UBS et Credit Suisse ont des franchises de gestion de patrimoine et Barclays peut s'appuyer sur ses activités de banque de détail et de cartes de paiement. Deutsche Bank opère une activité de gestion d'actifs de haute qualité, mais elle devra peut-être la vendre ou la coter en bourse pour lever des fonds. John Cryan, le CEO du groupe, y est opposé. Les actionnaires pourraient également demander le gel, la réduction, voire le remboursement des bonus versés aux salariés pour alléger la pression sur le capital. Après tout, ils ont injecté EUR 13,5 milliards de nouveaux capitaux depuis le quatrième trimestre 2009. Les bonus versés durant cette période ont atteint un montant total de EUR 19 milliards. Ces mesures radicales sur les bonus mineraient davantage le moral des salariés et pourraient entraîner de nouveaux départs. La situation délicate dans laquelle se trouve Deutsche Bank ressemble à un cercle vicieux, plus elle perdure, plus les dommages seront permanents pour la franchise. Malheureusement, le déclin structurel du secteur européen de la banque d'investissement, et

particulièrement du secteur des produits de taux, des changes et des matières premières est manifeste. Le processus de désendettement, la vitesse moindre des capitaux et la transition vers la compensation des dérivés pèsent sur les revenus. Les banques d'investissement américaines ont pris le pas sur les banques européennes, gagnant 7 points de pourcentage de part de marché en six ans. La plus grande profondeur et la plus forte concentration des marchés de capitaux américains par rapport aux marchés européens placent les banques d'investissement américaines dans une position dominante et il y a fort à parier qu'elles continueront à grignoter des parts de marché.

Le cours de l'action Deutsche Bank pourrait rebondir si la banque parvient à lever des fonds, à restructurer ses activités et à augmenter son chiffre d'affaires lors d'une période de hausse cyclique. Ce scénario nous semble improbable. L'action Deutsche Bank est certes bon marché, mais il pourrait s'agir d'une valeur piège. Nous préférions pour l'instant miser sur un rebond cyclique de l'activité boursière et sur une hausse des actions d'infrastructure de marché comme Flow Traders. Ces titres recèlent un potentiel de hausse cyclique et un potentiel de croissance structurelle du fait de leur exposition au secteur de la compensation des dérivés et à celui des ETF. Les valeurs financières restent plombées par de nombreux facteurs défavorables. Dans ce contexte difficile, nous continuons à chercher des entreprises de haute qualité pour pouvoir les intégrer au portefeuille. Ces exemples illustrent bien la manière dont nous mettons en œuvre notre approche contrariante.

Les banques d'investissement américaines affichent les revenus les plus importants et grignotent des parts de marché

Part de marché des banques d'investissement - chiffre d'affaires total (%)



Source : Company reports, Berenberg research