

JUILLET 2008

Banques européennes : ce qui est devant

Alors que les marchés financiers se préparent à commenter les comptes du second trimestre dans un contexte d'incertitude qui reste élevée, les derniers résultats publiés par les banques livrent un certain nombre de messages rassurants.

Tout d'abord, l'essentiel des coûts liés aux *subprimes* -ces fameux crédits immobiliers accordés aux États-Unis à des ménages financièrement fragiles- semble intégré dans les comptes.

Par ailleurs, les banques européennes s'avèrent bien armées pour aborder le second semestre : même s'il remonte, le coût du risque reste faible, les marchés immobiliers sont globalement moins fragiles qu'aux États-Unis, quoique parfois en fort ralentissement.

Enfin les politiques énergiques de reconstitution des fonds propres sont efficaces.

Le cercle vicieux du "mark to market"

La crise a laissé une "très lourde ardoise" : près de 400 milliards de dollars à ce jour, en tenant compte des dépréciations (au sens large dépassant les seuls *subprimes*) et de la remontée du coût du risque aux États-Unis.

Trimestre après trimestre, les commissaires aux comptes ont exigé des banques qu'elles provisionnent en fonction des dernières données de défaillance et des prix de vente des logements. La crise a provoqué la chute de la valeur des logements et des milliers d'Américains ont été contraints de vendre.

Or, ce sont ces prix bradés que les règles comptables imposent de retenir. Les banques calculent ainsi leurs actifs au prix des soldes. Ce que l'on appelle les prix de marché deviennent les prix d'un marché, un marché en crise grave. Le pessimisme est excessif, non seulement dans la mesure mais aussi dans les pertes anticipées.

À l'avenir, on pourrait même avoir quelques bonnes surprises, sous la forme de reprises de provisions et de réappréciations. Mais pour l'heure, ce sont ces excès qui sont intégrés dans les comptes.

Lors de la dernière réunion du G7, en avril, les ministres des finances ont en outre donné cent jours aux banques pour établir ces "pertes". Ces informations seront communiquées lors de la publication des résultats du deuxième trimestre.

Un grand écart de performances

L'exposition des banques de financement et d'investissement (BFI) et des métiers de la gestion d'actifs aux *subprimes* et à l'instabilité financière des marchés, a continué d'être un facteur de différenciation majeur des performances des grandes banques européennes.

../..



Avis d'experts

Jean-Paul Betbèze



Directeur des Études Économiques,
Crédit Agricole S.A.

Rémy Contamin



Responsable des études bancaires,
Direction des Études Économiques,
Crédit Agricole S.A.

Plusieurs d'entre elles ont encore enregistré de lourdes dépréciations d'actifs au premier trimestre. D'autres, à l'extrême, affichent de bons résultats, tirés par leur diversification en banque de détail et dopés parfois par quelques plus-values en capital.

Mais le pire de la crise semble passé depuis le mois de mars, avec des signes forts tels que le sauvetage de Bear Stearns par la Fed, et un engagement plus ferme du "policy mix" (combinaison des politiques monétaires et budgétaires) américain dans sa volonté de court-circuiter les cercles vicieux immobiliers outre-Atlantique.

Les performances bancaires pourraient ainsi converger de nouveau au cours des trimestres à venir, même s'il convient de rester prudent au regard du climat de défiance qui persiste.

D'une part, toutes les banques n'en ont probablement pas terminé avec l'exercice de transparence et

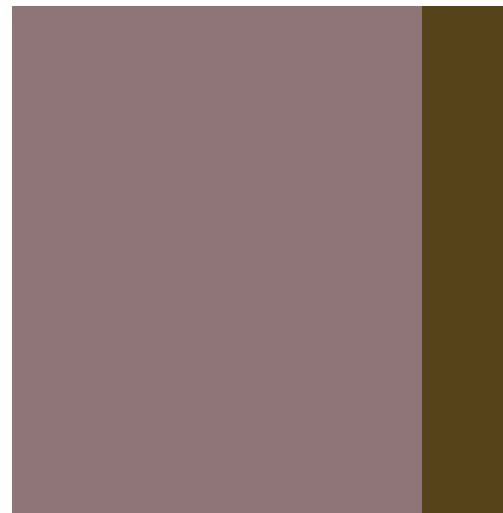
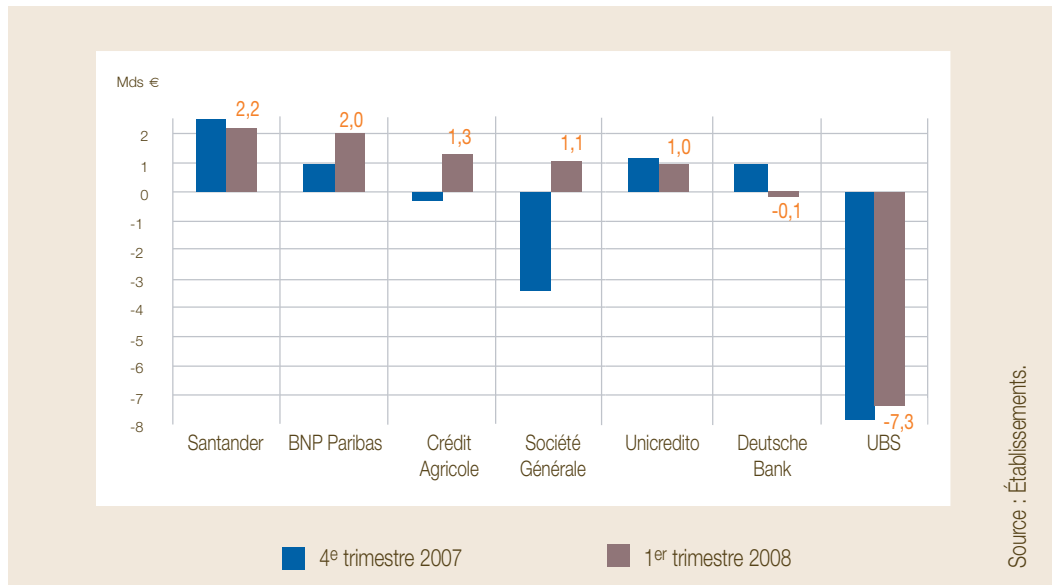
d'assainissement des bilans, comme le rappelle le "profit warning" récent de Lehman Brothers.

Il faut aussi rappeler que certains effets systémiques, suite à de nouvelles dégradations de notations des "monolines" (ou réhausseurs de crédit) ou au désendettement des principales BFI, conjugués à des effets purement cycliques liés à la détérioration de la conjoncture, continuent à avoir un impact négatif.

D'autre part, de mauvaises surprises pourraient encore venir de certains assureurs et autres investisseurs institutionnels au cours des prochains trimestres, entretenant la volatilité élevée des marchés.

Mais globalement, l'effet net en matière de dépréciation des portefeuilles de titres devrait être plus modéré et pourrait même devenir positif chez les acteurs les plus conservateurs.

Résultat net, part de groupe des principales banques européennes



Des recapitalisations pour assurer la continuité du financement de l'économie

Pour faire face à ces dépréciations et à la montée du risque américain, mais aussi pour continuer à financer l'économie, les grandes banques mondiales ont été amenées à réaliser des augmentations de capital ou s'y préparent.

Les pertes comptables ont en effet pesé sur les réserves des banques, à savoir le montant de fonds propres qu'elles doivent conserver en fonction du volume de crédit qu'elles accordent. Pour les plus grandes d'entre elles, les ratios prudentiels sont mis sous forte pression, leur permettant de poursuivre leur métier, mais sans plus.

Or, la situation financière mondiale n'est pas stabilisée : si une forte récession américaine semble évitée, la menace d'inflation perdure, preuve qu'une forte demande existe en Asie et qu'elle implique des financements.

Par ailleurs, les marchés boursiers demandent plus de garanties pour acheter des titres, notamment bancaires.

Enfin, les autorités de contrôle se montrent plus exigeantes en imposant aux banques 8 % ou plus de Tier 1⁽¹⁾, contre 7% auparavant.

De fait, ce capital bancaire accru devra bien s'employer. Déjà, les entreprises, craignant des restrictions ou des hausses de taux d'intérêt, ont tiré sur leurs lignes de crédit. En outre, dans ce contexte d'incertitude et de volatilité des marchés, les entreprises vont moins solliciter la Bourse ou émettre des obligations. Et on imagine moins encore que les grosses PME vont pouvoir s'adresser aux marchés financiers.

Voilà les banques redevenues incontournables. Elles vont recevoir plus de demandes de crédit, avec cette fois, espérons-le, la possibilité de répercuter le coût croissant de leurs ressources (les taux d'intérêt et le prix du risque étant à la hausse).

Dit autrement, le capital supplémentaire des banques devrait profiter au crédit aux entreprises (non pour les produits de marché) et devrait être mieux rentabilisé. Ceci sans oublier bien sûr les autres types de crédits, notamment aux particuliers, qui continuent à progresser.

Cette augmentation mondiale de capital bancaire vise avant tout la reprise de l'activité économique. Elle est, en même temps, une garantie de croissance pour les banques elles-mêmes. Celles qui le feront vite bénéficieront des meilleures conditions.

En définitive

- Le succès jusque-là des opérations de recapitalisation bancaire est la preuve du caractère exceptionnel d'une crise en grande partie auto-entretenu par le secteur bancaire.
- Il est aussi la preuve de la confiance des investisseurs dans la solidité des "business models" de l'immense majorité des banques.
- Les ajustements de bilan vont se poursuivre, pour les acteurs les plus fragilisés. En même temps, les effets cycliques induits par la dégradation de la conjoncture, un peu partout, conduiront à une augmentation du coût du risque, au-delà du territoire américain.
- Mais le caractère exceptionnel de la crise semble bien derrière nous, l'activité devrait reprendre dans un climat plus concurrentiel.

(1) Le Tier 1 est le noyau dur des fonds propres d'une banque et le dénominateur du ratio de solvabilité du même nom. Il se compose notamment du capital social, du report à nouveau, des réserves et des intérêts minoritaires.



Indosuez Europe Rendement : un fonds diversifié orienté vers des valeurs de rendement

Indosuez Europe Rendement

- **Code ISIN** : FR0010232108
- **Indicateurs de référence** :
 - 70 % DJ Euro Stoxx Select Dividend 30
 - 30 % EONIA (indices pris en cours de clôture, dividendes non réinvestis)
- **Frais de gestion** :
 - fixe : 1,60 % TTC
 - variable : 10 % TTC de la surperformance du fonds par rapport à son indice de référence
- **Durée minimum de placement recommandée** : 5 ans
- **Classification MIF** : produit "complexe", catégorie "C"
- **Valeur liquidative au 30/06/2008** : 68,12 €

Indosuez Europe Rendement s'adresse à des souscripteurs ayant la connaissance et l'expérience des produits avec un risque de perte en capital. Votre capital est investi dans des instruments financiers susceptibles de connaître les évolutions et les aléas des marchés. En qualité d'investisseur, vous êtes averti que votre capital n'est pas garanti, vous pouvez donc avoir un risque de perte de l'intégralité du capital investi.

Depuis le 1^{er} janvier 2008, Indosuez Europe Rendement (anciennement Gestion Privée Monde) a sensiblement changé de contraintes et de philosophie de gestion.

Dans une optique patrimoniale de diversification et de réduction du risque, l'exposition du portefeuille au marché global actions de ce Fonds commun de placement de droit français géré par Gestion Privée Indosuez est désormais limitée à 70 % (contre 80 %). Par ailleurs, son univers d'investissement a été recentré sur les valeurs de rendement européennes.

Ainsi, le fonds investit dans de grandes valeurs européennes distribuant des dividendes élevés. Cette approche permet de se concentrer sur des entreprises capables de générer des flux de trésorerie disponibles importants et pérennes, gage de leur solidité financière. Un dividende stable ou en croissance régulière constitue de plus une force de rappel dans un contexte de marché plus difficile, et une base de comparaison facile contre les autres actifs.

Le gestionnaire ne privilégie par définition aucune thématique particulière, des opportunités existant dans tous les secteurs.

Sur le segment monétaire, obligataire et diversifié, le fonds investit selon les opportunités de marché sur une sélection d'OPCVM monétaires ou alternatifs, dont la sélection est confiée à une équipe dédiée de cinq gérants, ou en titres directs avec notamment des Titres de Créance Négociables (TCN).

Actuellement

Le gérant privilégie la prudence sur les actions compte tenu des conditions de marché toujours incertaines et sous-pondère la part actions.

L'exposition aux valeurs financières privilégie les dossiers offrant le plus de visibilité sur la qualité des bilans. Celles-ci restent cependant sous-pondérées, compte tenu de la remise en cause de leur "business model" liée à la crise financière actuelle.

Sur la partie diversifiée, le fonds privilégie le segment monétaire. Le gérant profite de l'écart de taux important entre l'EURIBOR 3 mois et l'EONIA pour renforcer ses positions sur des TCN de qualité offrant actuellement des rentabilités proches de 5 %.

Votre Conseiller se tient à votre disposition pour vous transmettre toutes informations complémentaires et étudier avec vous l'opportunité de cet investissement.

Indices au 30/06/08



	VALORISATION	SUR 4 SEMAINES*	ANNÉE 2008	ANNÉE 2007
INDICES ACTIONS				
> CAC 40	4 434,85	-10,14 %	-21,00 %	1,31 %
> CAC MID 100	6 457,99	-11,13 %	-15,61 %	-1,91 %
> DJ EURO STOXX 50	3 352,81	-9,88 %	-23,79 %	6,79 %
> TOPIX	7,90	-9,96 %	-12,52 %	-15,55 %
> S&P 500	812,41	-8,96 %	-19,11 %	-6,62 %
INDICE OBLIGATAIRE				
> EURO MTS GLOBAL	143,55	-1,41 %	-0,81 %	1,66 %
INDICE MONÉTAIRE				
> EONIA	145,44	0,31 %	2,05 %	4,01 %

Dividendes : ce qu'il faut savoir avant d'opter pour le PFL

Pour les dividendes (ouvrant droit à l'abattement de 40 %) perçus depuis le 1^{er} janvier 2008, les personnes fiscalement domiciliées en France peuvent opter pour une imposition par voie de prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) au taux de 18 %, libératoire de l'impôt sur le revenu.

Mais cette option, qui est défavorable si elle n'est exercée que sur une partie des dividendes, est rarement avantageuse, et même défavorable si le droit à restitution ou bouclier fiscal doit ensuite être mis en œuvre.

Cette option est indépendante de celle relative aux intérêts

Il est parfaitement possible de rester soumis au prélèvement forfaitaire libératoire sur les intérêts perçus, sans opter pour le PFL sur les dividendes. Les deux options sont indépendantes.

Elle est sans incidence sur le calcul des prélèvements sociaux

Tant pour les dividendes que pour les intérêts, l'option pour le PFL reste sans incidence au regard des contributions sociales : d'un total de 11 %, elles sont calculées sur le montant brut des produits.

Ces contributions sont d'ailleurs prélevées à la source par l'établissement payeur⁽¹⁾.

L'option doit être expresse et préalable à l'encaissement

Comme pour les intérêts mais indépendamment de ces derniers, l'option pour le PFL doit être exercée auprès de l'établissement payeur des dividendes au plus tard lors de leur encaissement⁽²⁾ ; elle est irrévocable pour cet encaissement.

Bien mesurer les conséquences du choix du PFL pour les dividendes

Les titulaires de dividendes doivent toutefois bien considérer leur situation avant de choisir cette option, qui est rarement avantageuse. En effet, le PFL s'applique au taux de 18 % sur le montant brut des dividendes, sans abattements ni crédit d'impôt.

De plus, les dividendes soumis au PFL n'ouvrent pas droit à la déductibilité du revenu global d'une partie de la CSG (égale à 5,8 % des dividendes).

Cette situation est à comparer à celle de l'imposition dans le cadre du revenu global, où le taux progressif, compte tenu de l'abattement de 40 %, ne frappe que 60 % des dividendes, et même moins si l'on tient compte de l'abattement global annuel de 1 525 euros pour une personne seule et 3 050 euros pour un couple.

Dans le cas où les dividendes sont intégrés au revenu global, l'imposition est donc au maximum de 24 % (soit 40 %, taux de la dernière tranche, multiplié par 60 %).

L'option pour le PFL fait perdre à l'ensemble des dividendes perçus par le foyer fiscal, le bénéfice des abattements et du crédit d'impôt (50 % des dividendes, plafonné à 115 euros pour un célibataire et 230 euros pour un couple).

(1) Pour les intérêts perçus depuis le 1^{er} janvier 1997, et pour les dividendes encaissés à compter du 1^{er} janvier 2008.

(2) Dans une lettre adressée à la Fédération bancaire française le 25 avril 2008, le Ministre du Budget a toutefois admis que, pour les dividendes perçus du 1^{er} janvier 2008 au 31 mars 2008, l'option soit considérée comme valable si elle avait été exercée au plus tard le 31 mars 2008.



L'option pour le PFL n'est avantageuse que sous certaines conditions

D'une façon schématique, l'option pour le PFL sur dividendes n'est avantageuse que pour les contribuables imposables au taux marginal de 40 % et percevant un montant de dividendes supérieur à :

- 20 000 euros pour un célibataire,
- 40 000 euros pour un couple marié ou pacsé soumis à imposition commune.

De plus les personnes ayant choisi d'opter pour le PFL sur dividendes doivent veiller à ce que l'option soit exercée pour l'ensemble des dividendes du foyer fiscal, qui peuvent être perçus par l'intermédiaire de différents établissements bancaires auprès desquels elles ne devront pas oublier de se manifester.

En effet, comme déjà indiqué, les personnes qui opteraient pour le PFL sur une partie seulement de leurs dividendes seraient alors imposées à l'impôt sur le revenu sur le reste de leurs dividendes sans bénéficier des abattements.

L'option pour le PFL est défavorable en cas d'application du bouclier fiscal

Le nouveau bouclier fiscal limitant la pression fiscale à 50 % des revenus est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2008.

Il pourra être actionné en 2010, si les impôts et prélèvements concernant les revenus de 2008, majorés de l'ISF et des impôts locaux afférents à l'habitation principale pour 2009 dépassent 50 % des revenus définis au sens du bouclier fiscal.

Pour l'application de ce droit à restitution, les dividendes sont retenus pour le montant net après abattements dans le régime général, et pour le montant perçu lorsque l'option pour le PFL a été exercée, ce qui est fort défavorable (voir encadré ci-dessous).

Une raison supplémentaire pour les contribuables concernés de faire les bons calculs avant toute décision.

Plus que jamais, face à la variété des solutions fiscales envisageables, il est indispensable de considérer sa situation patrimoniale dans son ensemble avant toute décision d'investissement.

Impact sur le bouclier fiscal du choix de la taxation des dividendes

Hypothèses : - Célibataire

- Patrimoine de 10 millions d'euros et, en termes de revenus, seulement des dividendes, pour un montant de 400 000 euros perçus en 2008
- Calcul sur la base des derniers taux d'imposition connus.

Cas où les dividendes sont soumis au prélèvement forfaitaire libératoire		Cas où les dividendes sont soumis au barème progressif	
Revenus pris en compte pour le bouclier fiscal (R)			
		- Dividendes perçus	400 000 €
		- Abattement 40 %	- 160 000 €
		- Abattement général	- 1 525 €
- Montant brut des dividendes perçus	400 000 €	- Net imposable	238 475 €
Impôts pris en compte pour le bouclier fiscal (I)			
		- Revenus soumis à l'IR (238 475 - 400 000 x 5,8 %, CSG déductible)	215 275 €
		- Montant IR	74 907 €
- PFL (IR et PS) 400 000 x 29 %	116 000 €	- Montant PS	44 000 €
- ISF	114 850 €	- ISF	114 850 €
- Total	230 850 €	- Total	233 754 €
Droit à restitution (I - R/2)			
230 850 - (400 000 / 2)	30 850 €	233 754 - (238 475 / 2)	114 520 €

Ce document ne constitue en aucun cas une offre de souscription à un contrat d'assurance vie, ni une offre ou une sollicitation, ni un acte de démarchage visant à acquérir des parts d'OPCVM. Il est recommandé de lire attentivement le prospectus avant toute souscription d'OPCVM. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et la valeur d'un investissement peut varier à la hausse comme à la baisse en fonction notamment de l'évolution des marchés financiers.

BANQUE DE GESTION PRIVÉE INDOSUEZ

20, rue de La Baume
75382 Paris Cedex 08 - France
Tél : 01 40 75 62 62 - Fax : 01 45 63 85 20
www.bgpi.com

LETTRÉ D'INFORMATION ÉDITÉE PAR BGPI

- **Achévé de rédiger** : 30 juin 2008
- **Directeur de publication** : Hervé Catala
- **Rédacteur en chef** : Nathalie Delecroix • **Chargée d'édition** : Céline Hervé-Garnier
- **Rédacteurs** : Jean-Paul Betbèze, Rémy Contamin (Avis d'experts), Pierre-Henri Doron (Focus), Philippe Duroyon (Actualité fiscale).