


Le faux Graal de la performance bancaire

- 19/04/2011 | 08:28 - 850 mots | 

La rentabilité des fonds propres (ROE, « return on equity ») est l'outil majeur de pilotage des banques. Mais évaluer la performance des banques et de leurs dirigeants en se fondant sur cet indicateur est une grave erreur commise par les conseils d'administration et les marchés financiers.

Il convient de rappeler que la crise financière est une crise de la dette. Or, cet enseignement fondamental de la crise semble aujourd'hui largement oublié. Aux États-Unis, les banques affichent une volonté d'augmenter les dividendes, ce qui fera baisser les fonds propres et augmenter leur taux d'endettement. Parallèlement, les banques européennes montrent leur inquiétude face à l'intention des régulateurs de relever leurs niveaux obligatoires de fonds propres. Ces deux attitudes procèdent de la même logique chez les dirigeants de banques, celle de maximiser la rentabilité des fonds propres (le « return on equity », en anglais ou ROE), calculé comme le ratio du bénéfice net sur les fonds propres.

En effet, le ROE est désormais l'outil majeur de pilotage des banques. Il constitue un indicateur clé, dont dépendent la rémunération des dirigeants, les recommandations des analystes et le sentiment de marché. Or, il est bien connu que la manière la moins coûteuse et la plus sûre d'augmenter le ROE est d'accroître le niveau d'endettement par rapport aux fonds propres ou « levier financier ». C'est d'ailleurs ce que les banques ont fait depuis vingt ans. Cet endettement serait parfaitement justifié pour les actionnaires s'il garantissait une maximisation de la valeur des actions. Mais est-ce vraiment le cas ?

Premièrement, depuis les prémices de l'économie financière, il est connu que si la dette augmente le ROE quand les vents sont favorables, elle l'abaisse quand les temps sont durs. Cette loi quasi physique s'est d'ailleurs vérifiée dans la crise financière récente. Les actionnaires qui ont le plus souffert sont ceux des banques dont le ROE et l'endettement étaient les plus élevés avant la crise, comme le révèle l'étude récente de Beltratti et Stulz. Les actionnaires qui bénéficient des ROE les plus importants aujourd'hui doivent bien garder à l'esprit qu'ils seront aussi ceux qui perdront le plus au prochain retournement de cycle...

Deuxièmement, concernant le lien entre ROE et valeur, il est peut-être utile de rappeler que toute promesse de rentabilité supplémentaire ne se traduit en richesse que si elle excède le coût du risque pris pour l'obtenir. En ce qui concerne la hausse de rentabilité induite par la dette, il est prouvé que ce n'est pas le cas sur des marchés qui fonctionnent normalement, et ce, depuis plus de cinquante ans (Modigliani et Miller). Évaluer la performance des banques et de leurs dirigeants en se fondant sur le ROE est une grave erreur commise par les comités de rémunération des banques et les marchés financiers.

En cristallisant l'attention sur le niveau de fonds propres sans intervenir sur cette incitation, le régulateur ne peut qu'induire un comportement d'arbitrage réglementaire qui, in fine, se traduira par un retour massif à l'endettement. En effet, les banques ont des capacités illimitées de transfert de leurs actifs dans des structures non réglementées par des contraintes de fonds propres.

Le problème est d'autant plus grave que cet endettement, qui ne crée pas de valeur pour l'actionnaire, en détruit pour la société. En effet, la dette n'augmente pas seulement la

volatilité de la rentabilité pour l'actionnaire, elle a aussi un effet procyclique sur le prix des actifs réels. Toute demande d'actifs artificielle stimulée par l'octroi de crédits finit inexorablement par une chute brutale de leur prix. Celle-ci induit une hausse des défauts parmi les emprunteurs, une crise de solvabilité/liquidité des banques et, en fin de compte, une ponction supplémentaire sur le contribuable, sous forme d'impôts ou d'inflation.

Si la maximisation du ROE n'est pas créatrice de valeur actionnariale, on peut se demander pourquoi ce critère a perduré si longtemps comme le Graal de la performance bancaire. La première raison est qu'il est plus facile de fabriquer des miroirs aux alouettes à partir d'indicateurs financiers, que d'améliorer des cash-flows opérationnels de long terme, à la base de la création de richesse. D'autant plus que ces jeux de lumière ont permis une extraction colossale de rentes privées par les acteurs du système financier. L'aléa moral induit par la garantie implicite de l'État en cas de défaut sur les dettes des banques a sans doute contribué à empêcher une autorégulation.

Pour nous, un niveau de fonds propres élevé des banques ne constitue en rien un frein à leur compétitivité alors qu'un niveau d'endettement élevé, fondé sur une quête stérile de ROE, est assurément au coeur des crises bancaires. Il est urgent que les investisseurs comprennent l'ineptie d'une gouvernance bancaire fondée sur cet indicateur. L'absence de réaction des conseils d'administration des banques jusqu'à présent nous conduit à douter fortement de leur indépendance (ou de leur compétence ?). Une prise de conscience du petit porteur pourrait être salvatrice. Pour l'heure, il nous semble indispensable que le régulateur agisse fortement sur les incitations au plus haut niveau des établissements financiers, avant qu'une nouvelle crise de la dette n'éclate. L'élaboration de mesures de performance alternatives peut prendre un certain temps mais cet argument ne doit en aucun cas servir de justification au maintien du ROE. Les entreprises non financières ont d'ailleurs depuis longtemps cessé de mesurer leur performance à l'aune de ce type de critère désuet. Il est temps que le système financier fasse preuve d'éthique intellectuelle en reconnaissant son absence de fondement.

- 19/04/2011, 08:28 | 