

CONJONCTURE

Dérivés actions : avis de beau temps persistant ?



JEAN-ÉRIC PACINI
Directeur
A.T. Kearney

Les revenus générés par les dérivés actions se sont fortement développés au sein de l'industrie bancaire et s'élevaient à 27 milliards d'euros en 2000. L'année 2001 devrait cependant marquer le début d'une phase de consolidation. Sur le long terme, l'activité reste attractive en raison de perspectives de croissance soutenable à deux chiffres.



BERTRAND PUJOL
Consultant
A.T. Kearney

AU COURS DES CINQ DERNIÈRES années, l'industrie des dérivés actions a marqué une croissance de plus de 70 % et représentait en 2000, 27 milliards d'euros de revenus (graphique). L'étude conduite au second trimestre 2001 par le groupe institutions financières d'A.T. Kearney, auprès d'une douzaine de banques européennes et nord-américaines et divers gestionnaires d'actifs, a cherché à mieux comprendre cette industrie connue pour son absence d'informations quantitatives et objectives.

L'ORIGINE DES REVENUS DES DÉRIVÉS ACTIONS

Les revenus de l'industrie des dérivés actions, proviennent d'activités diversifiées, orientées vers les clients particuliers, entreprises et institutionnels, ainsi que d'activités pour compte propre. Citons par exemple :

- les produits optionnels simples packagés sous forme de valeurs mobilières (warrants, certificats...), et les produits optionnels structurés (options sur panier d'ac-

tions, options sur fonds...) destinés à être distribués à des particuliers à travers des réseaux financiers ou non-financiers et en ligne ;

- les solutions sur-mesure pour particuliers très haut de gamme (avoirs de plusieurs dizaines de millions de dollars) : diversification de patrimoine, garantie de cours sur stock-options...

- la structuration de transactions pour accompagner des opérations de haut de bilan pour les grandes entreprises : support d'un programme de rachat d'actions, garantie de cours sur des participations industrielles...
- l'arbitrage sous diverses formes : sur la volatilité, sur les opérations de fusions, sur les décotes de holdings...

- les prêts/emprunts de titres et plus largement, les activités regroupées sous la dénomination «equity finance».

Le profil de développement de ces activités, et donc des revenus associés, varie significativement d'une région à l'autre :

- les produits d'investissements

dités structurés ont connu un essor sans précédent en Europe sous l'influence d'une poignée de banques avec une forte expertise en modélisation : cette zone géographique représenterait environ deux-tiers du potentiel de revenus pour ce type d'activité ;

- les grandes entreprises nord-américaines ont montré un plus grand appétit pour l'utilisation de dérivés actions en support d'opérations de haut de bilan, avec environ deux-tiers des revenus associés ;

- l'Asie montre un profil hétérogène, avec par exemple les particuliers de Hongkong friands de warrants et les entreprises japonaises ou coréennes utilisatrices de dérivés actions dans la gestion de leur portefeuille de participations.

VERS UNE CROISSANCE DURABLE ?

Le dernier trimestre 2000 et surtout le début de l'année 2001, ont marqué un net ralentissement de la croissance, notamment pour des activités directement tournées vers les investisseurs particuliers et avec

un impact potentiel sur la profitabilité des acteurs spécialisés sur ce segment. Par exemple, pour un acteur significatif, les revenus provenant de la fabrication et de la distribution de warrants et autres produits dérivés aux investisseurs particuliers ont baissé sur les six premiers mois 2001 par rapport à la période équivalente en 2000. Néanmoins, les attentes sur la croissance à moyen-long terme des volumes restent très attractives : de l'ordre de +20 % par an, largement supérieures à la moyenne de l'industrie bancaire.

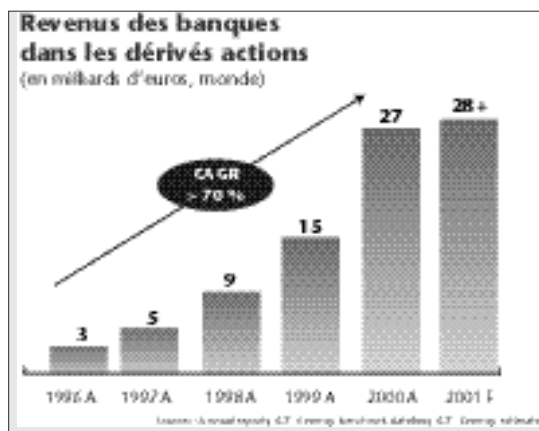
Cette croissance serait directement soutenue par celle des industries utilisatrices de dérivés actions : gestion d'actifs traditionnelle et alternative, gestion privée, épargne salariale, opérations de haut de bilan... En outre, la sophistication croissante de la clientèle potentielle des dérivés actions, résultant notamment de l'effort d'éducation des banques et de la créativité des desks dérivés actions, contribueront aussi à la croissance.

Si les perspectives sur les volumes restent favorables sur le moyen-long terme, il n'en reste pas moins vrai que 2001 pourrait aussi marquer le début d'une période de maturité et de consolidation du marché des dérivés actions, avec pour conséquence directe une menace sur la rentabilité de cette activité pour certains acteurs de la banque :

- jusqu'à maintenant les leaders mondiaux s'étaient plus ou moins cantonnés dans un espace restreint soit en termes de gamme d'activités, soit en termes de couverture géographique, mais leurs ambitions de développement suivant ces deux dimensions vont progressivement durcir les conditions concurrentielles, a fortiori dans un marché avec une croissance ralentie ;
- les nouveaux entrants restent nombreux, attirés par une rentabilité exceptionnelle jusqu'à ce jour : même si cela est une mesure incomplète de la performance fi-

nancière dans une activité consommatrice en capital, le coefficient d'exploitation 2000 de ces activités chez les leaders serait au-dessous de 50 %. Ces nouveaux entrants contribuent à la pression sur les prix, même s'ils ne constituent pas une menace de grande ampleur pour la position concurrentielle des leaders établis ;

- plus avertis, les clients institutionnels demandent plus d'innovation, non seulement d'un point de vue de la modélisation financière (voir le succès des produits de corrélation spécialisés d'un des acteurs français), mais aussi d'un point de vue du montage fiscal, de l'assistance à la distribution... A l'instar de ce qui s'est passé pour la gestion d'actifs, ils demandent aussi une part plus grande de la marge des produits redistribués aux particuliers ;



- l'exposition aux risques reste une préoccupation importante de l'industrie, sous ses différentes formes. Le risque de volatilité, inhérent à tous les produits optionnels, semble aujourd'hui bien maîtrisé par les leaders, à l'exception des maturités longues (au-delà de 5-8 ans). En revanche, le risque de corrélation liée à certaines positions résiduelles non couvrables est plus diversement apprécié par les banques dans leur politique de provisionnement. Enfin, le risque de réputation apparaît plus qualitatif, mais est bien réel : on a vu par exemple, des investisseurs par-

ticuliers se retourner contre l'institution financière parce qu'ils estimaient avoir eu une explication insuffisante sur la nature spéculative de certains produits. Un risque de réputation peut aussi être associé aux transactions avec un but d'optimisation fiscale ou bilantielle.

UN PETIT NOMBRE D'ACTEURS SE PARTAGE LE MARCHÉ

L'industrie mondiale des dérivés actions est aujourd'hui dominée par une dizaine d'acteurs qui contrôlent près de 75 % du marché, et chacun avec des revenus estimés dans cette activité de plus de 1 milliard d'euros. La plupart d'entre eux affichent des ambitions de leadership et partagent une même compréhension des conditions clés de réussite dans cette industrie : excellence en mo-

délisation financière et en technologie, discipline rigoureuse de gestion des risques, diversification produit et géographique, coopération avec le reste de la banque, partenariats de distribution et engagement à long terme auprès du marché. Ils s'attendent effectivement à une

poursuite de la croissance à deux chiffres de leurs revenus, mais aussi à une dégradation progressive de la rentabilité, malgré la variabilité de leurs coûts à travers le système de bonus.

Le reste du marché est aux mains d'acteurs aux profils hétérogènes en termes de compétences, de couverture géographique, de spécialité et de revenus générés ; leur devenir dans l'industrie des dérivés actions est à ce stade plus difficile à imaginer, mais nul doute que les conditions de marché plus difficiles conduiront à une série d'entrées et de sorties. ■