

Étude mondiale 2010 des valorisations en microfinance : zoom sur la qualité de l'actif

Ce rapport est le fruit d'un partenariat entre le CGAP et J.P. Morgan. L'impression et la distribution de cette Étude spéciale sont entièrement à la charge du CGAP. Le CGAP n'est pas affilié à J.P. Morgan. Notre objectif est de fournir des références pour la valorisation des fonds propres en microfinance, qu'ils soient privés ou introduits en Bourse. Notre étude se fonde sur deux ensembles de données : un échantillon de 200 transactions de capital-investissement réalisées entre 2005 et 2009 (contre 144 dans l'édition 2009 du rapport), qui représente le plus important de ce type collecté à ce jour, et un échantillon de huit institutions financières ciblant les personnes à faibles revenus (IFFR) introduites en Bourse¹.

L'année 2009 n'a pas été de tout repos pour la microfinance : le secteur n'avait pas été confronté à un environnement économique aussi difficile depuis la crise asiatique de la fin des années 1990. Pourtant, malgré ces conditions défavorables, la plupart des institutions de microfinance (IMF) ont bien résisté.

Dès janvier 2009, les taux d'impayés des IMF se sont dégradés rapidement. En cinq mois seulement, les prêts en retard de plus de 30 jours (portefeuille à risque [PAR30]) sont passés de 2,2 à 4,7 % (valeur médiane). Parallèlement, la rentabilité a chuté : s'établissant à près de 18 % fin 2008, le rendement médian des fonds propres (ROE ; *return on equity*) est tombé à 6 % en mai 2009². Néanmoins, depuis juin 2009, ces deux indicateurs se sont stabilisés : à 4 % pour ce qui est du PAR30 et à 10 % en ce qui concerne le ROE. La plupart des IMF conservent des niveaux importants de réserve et de capitalisation, leur ratio dettes/fonds

propres étant resté de l'ordre de 18 à 20 % ces deux dernières années.

Le ralentissement n'a pas eu partout le même impact. Alors que l'Amérique centrale, l'Europe de l'Est et l'Asie centrale ont été durement frappées, de vastes régions d'Amérique du Sud et d'Asie du Sud n'ont rien senti (ou presque). Parallèlement, quelques pays (le Nicaragua, la Bosnie-Herzégovine et le Maroc) ont connu de graves crises d'impayés, mais pour des raisons sans lien direct avec la récession mondiale.

Dans ce contexte, nous avons été surpris de constater que les valorisations des IMF ont continué à progresser. Sur le marché du capital-investissement, ces institutions se sont échangées à une médiane de 2,1 fois la valeur comptable. Il s'agit d'une hausse de 62 % depuis 2007 qui reflète la demande soutenue de titres de participation en microfinance. Le secteur continue également d'attirer un volume croissant de capitaux : Blue Orchard, Microvest et Developing World Markets ont tous créé des fonds d'investissement en microfinance en 2009, et les investisseurs publics ont nettement augmenté leurs engagements dans ce domaine.

L'Inde, en particulier, a connu des valorisations inhabituellement élevées. Là-bas, de grandes IMF se sont échangées à près de 6 fois leur valeur comptable, soit presque le triple de la médiane mondiale. Malgré les prévisions qui tablent sur une poursuite de la croissance exceptionnelle observée récemment dans les IMF indiennes, les perspectives de revenus actuelles et futures ne justifient pas, selon nous, des multiples aussi élevés.

1. Les IMF cotées en Bourse étant rares, nous avons considéré un groupe de huit institutions financières cotées ciblant les personnes à faibles revenus et noté que leurs modèles économiques étaient très divers.
2. Chiffres basés sur l'indicateur Sym50. Pour plus de détails sur ce dernier, voir la section sur les sources de données plus loin dans ce document.

A l'échelle mondiale, le marché du capital-investissement en microfinance en est encore à ses balbutiements et manque d'indicateurs de performance. Néanmoins, d'après notre analyse statistique des transactions privées, l'âge, la croissance des revenus et la qualité de l'actif sont d'importants facteurs de valorisation.

Les IFFR cotées en Bourse, considérées comme les véhicules cotés les plus comparables aux IMF, surpassent les banques des marchés émergents de 79 % depuis septembre 2008, comme en témoigne l'indice MSCI correspondant. Revenues à leurs niveaux d'avant la crise dès décembre 2009, ces institutions ont aujourd'hui renoué avec leurs pics historiques. Les huit IFFR de notre échantillon n'ont pas connu de détérioration significative de la qualité de leurs portefeuilles de microcrédit et continuent de s'étendre sur leurs marchés respectifs. Pourtant, elles se négocient toujours avec une décote de 13 à 23 % par rapport aux banques des marchés émergents.

Perspectives pour 2010

Si les effets des hauts niveaux d'impayés se font encore sentir, la plupart des IMF dans le monde étendront probablement davantage leur portée, mais à un rythme plus lent et en gérant plus prudemment les risques. Leur valorisation continuera de susciter l'intérêt des investisseurs publics et commerciaux, tandis que les banques locales intensifieront certainement leur stratégie d'acquisition d'IMF. Par ailleurs, l'entrée en Bourse potentielle en 2010 de SKS, la plus grande IMF d'Inde, devrait marquer un tournant et préparer le terrain pour de futures admissions à la cote dans le secteur. Malgré les incertitudes actuelles du marché, nous estimons que les perspectives à moyen terme pour le capital-investissement en microfinance demeureront positives.

Introduction

Les perturbations subies par les grands marchés financiers et la crise économique qui en a résulté, dont les secousses continuent à se propager à

travers le monde, ont eu un impact sur les IMF et sur leurs clients. Aux premiers stades du ralentissement, les IMF ont été confrontées à une forte pénurie de liquidités. Mais à mesure que les marchés des capitaux se sont redressés, les préoccupations se sont recentrées sur la qualité de l'actif.

La hausse des impayés s'est accompagnée d'un déclin tout aussi important de la rentabilité. Néanmoins, une minorité d'IMF s'est retrouvée en grande difficulté : la plupart se sont stabilisées à des niveaux d'impayés qui sont certes élevés en comparaison historique, mais n'ont rien d'alarmant en termes de pertes.

Dans ce contexte défavorable, le marché du capital-investissement en microfinance, qui en est encore à ses balbutiements, reste très actif : 42 transactions ont été relevées entre septembre 2008 et septembre 2009. La grande majorité de ces transactions s'effectuent encore sous la forme de placements privés. A ce jour, seules deux entrées en Bourse de microfinance pure ont eu lieu (Compartamos Banco et Equity Bank), une troisième étant prévue en Inde en 2010 (SKS).

Ces dernières années, la microfinance a suscité l'intérêt d'un nombre croissant d'investisseurs. Ainsi, les institutions financières de développement (IFD) comme les investisseurs privés multiplient leurs engagements dans cette classe d'actifs malgré l'absence d'indicateurs de référence fiables sur la performance des titres de microfinance.

Pour remédier à cette lacune, cette Etude spéciale se donne pour objectif de présenter sous un nouvel angle les tendances en matière de valorisation des IMF. A cet effet, elle doit nécessairement commencer par un examen détaillé de la manière dont les IMF ont fait face à la récente crise économique. En conséquence, la première partie de ce document est consacrée à la qualité de l'actif des IMF et à son impact sur la rentabilité.

La deuxième partie porte sur les tendances en matière de références de valorisation en

Tableau 1. Transactions privées

Année	PER historique		PBR historique	
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane
2005	9,1	7,9	1,6	1,7
2006	8,6	7,4	1,5	1,3
2007	9,9	7,2	2,0	1,3
2008	10,0	7,9	2,5	2,0
2009	12,9	13,0	2,7	2,1

Source : CGAP. PER = price - earnings ratio, multiple de capitalisation des bénéfices ; PBR = price-to-book ratio, multiple des capitaux propres.

microfinance et décrit les principaux facteurs d'influence. Elle se penche également sur la croissance récente du volume de transactions et des multiples de valorisation en Inde, où le marché a été particulièrement actif en 2009.

Enfin, dans une dernière partie, le document tente de replacer le marché des prises de participation en microfinance dans le contexte plus global du marché des actions, utilisant pour cela des

comparaisons avec des IFFR cotées en Bourse dans les pays en développement.

Préoccupations concernant la qualité de l'actif

La microfinance s'est forgé sa réputation de secteur contracyclique après la crise financière asiatique de la fin des années 1990. En effet, elle a relativement bien résisté pendant cette période

Tableau 2. Résumé des valorisations : comparaison entre notre indice et celui des banques traditionnelles

	PER		PBR		ROE		TCAM BPA
	010E	11E	010E	11E	010E	11E	09-11E
Indice IFFR	12,4	9,9	2,6	2,2	21 %	24 %	29 %
Afrique	10,9	8,3	1,8	1,7	15 %	18 %	0 %
Asie Pacifique développée	22,4	19,2	3,5	3,0	15 %	16 %	20 %
Asie Pacifique émergente	13,4	10,9	3,1	2,3	21 %	23 %	25 %
Europe développée	12,0	8,5	0,5	0,5	9 %	11 %	27 %
Europe émergente	10,7	6,5	1,7	1,5	17 %	22 %	72 %
Amérique latine	14,2	10,2	2,7	2,0	20 %	20 %	17 %
Moyennes pondérées par la cap. boursière pour les banques couvertes par J.P. Morgan	16,2	13,2	3,0	2,4	18 %	20 %	28 %

Source : Bloomberg, données des sociétés, estimations de J.P. Morgan. VQME = volume quotidien moyen des échanges. Cours au 23 février 2010.

Remarques concernant l'indice des IFFR : il s'agit d'un indice pondéré par la capitalisation boursière. Nous avons utilisé les consensus de Bloomberg et les estimations de J.P. Morgan pour les actions individuelles qui le composent. Concernant la BRI, nous avons réduit à un quart son poids dans l'indice, car son portefeuille de microfinance ne représente que 25 % environ de son portefeuille total de prêts. Voir le tableau 12 pour plus de détails.

Remarque concernant les banques des marchés émergents : nous présentons des moyennes pondérées par la capitalisation boursière pour les banques couvertes par les analystes de J.P. Morgan, ce qui représente un échantillon de 150 banques sur l'ensemble des marchés émergents.

PER = price - earnings ratio, multiple de capitalisation des bénéfices ; PBR = price-to-book ratio, multiple des capitaux propres ; ROE = return on equity, rentabilité des fonds propres ; TCAM BPA = taux de croissance annuel moyen bénéfice par action.

Tableau 3. Notre échantillon représente le plus important ensemble de données disponible à ce jour

Année	Transactions (nb)	Transactions (mio. USD)
2005	28	105,9
2006	37	19,9
2007	37	60,3
2008	64	146,8
2009	30	185,9
ND	4	3,3
Total	200	—

Source : CGAP. ND : dates non disponibles.

tumultueuse et dans les années qui ont suivi. Cette réputation a été confirmée par une série d'études, dont un examen de la performance de la Bank Rakyat Indonesia au plus fort de la crise asiatique (Patten et al., 2001) et des analyses économétriques de la performance des IMF durant les six à huit années suivantes (Krauss et Walter, 2008 et González, 2007). Mais à la suite des événements des douze derniers mois, voyant que la qualité de l'actif et les profits des IMF se détérioraient dans le sillage de la crise mondiale, certains ont commencé à remettre en question cette réputation.

Si la majorité des IMF ont subi l'impact de la récession économique mondiale, toutes n'ont pas été affectées de la même manière. Pendant le premier semestre 2009, la plupart ont vu leurs impayés grimper en flèche et leur rentabilité s'effondrer. Néanmoins, d'importants écarts ont

Tableau 4. Les huit institutions de l'indice des IFFR

First Cash Financial	États-Unis/Mexique
Compartamos	Mexique
Financiera Independencia	Mexique
Banco Panamericano	Brésil
IPF	Mexique/Europe de l'Est
BRI	Indonésie
Danamon	Indonésie
African Bank	Afrique du Sud

Source : J.P. Morgan. Nous indiquons la région dans laquelle l'institution a la plus large présence.

Encadré 1. Méthodologie et sources

Notre analyse se fonde sur deux échantillons originaux : (1) un ensemble de données concernant 200 transactions de capital-investissement dans 86 IMF et (2) un groupe de huit IFFR.

Les IFFR sont des institutions commerciales cotées en Bourse qui fournissent des services financiers à une clientèle très similaire à celle des IMF, à savoir la population à faibles revenus des marchés émergents. Néanmoins, dans de nombreux cas, les IFFR n'ont pas nécessairement d'objectif social explicite et leurs portefeuilles de prêts incluent généralement davantage de crédits à la consommation que de crédits aux microentreprises. Pour les besoins de notre étude, les analystes de J.P. Morgan ont identifié huit IFFR largement axées sur la microfinance. Si elles présentent un profil de risque et de rendement différent, ces institutions n'en demeurent pas moins des éléments de comparaison intéressants pour les IMF traditionnelles.

Les données concernant les transactions de capital-investissement ont été collectées par le CGAP lors d'une enquête strictement confidentielle réalisée durant l'été 2009. Quatre IFD, 13 véhicules d'investissement en microfinance (VIM) et 14 IMF ont ainsi fourni des informations sur leurs transactions entre 2005 et septembre 2009 (une liste des participants figure en annexe III).

Notre échantillon porte sur 200 transactions qui ont eu lieu entre janvier 2005 et septembre 2009 (dont 42 après la faillite de Lehman le 15 septembre 2008) pour une valeur totale de près de 520 millions USD. Il s'agit de l'ensemble de données le plus exhaustif jamais collecté dans ce domaine.

Le CGAP a suivi des procédures strictes pour veiller à la confidentialité des données communiquées. Ainsi, il a notamment signé des accords de confidentialité avec tous les participants et restreint les droits d'accès à la base de données : seuls quatre membres de son personnel étaient autorisés par la direction à accéder aux données sous-jacentes. Le CGAP était responsable du contrôle qualité et des analyses préliminaires. Il n'a partagé avec J.P. Morgan que des indicateurs de référence agrégés basés sur au moins cinq points de données. Ceux-ci sont publiés sur le site web du CGAP à l'adresse : www.cgap.org. J.P. Morgan n'avait pas accès à la base de données sous-jacente.

Encadré 2. Marché des participations en microfinance

Les IMF se sont constituées un historique solide en termes de qualité de l'actif, et leurs résultats financiers sont documentés par le MIX (Microfinance Information Exchange), base de données de référence pour les performances en microfinance, depuis 1995. Fin 2008, 357 banques et institutions financières non bancaires (IFNB) totalisant environ 6,2 milliards USD en fonds propres ont communiqué leurs données au MIX. Sur tous les apports en capitaux d'investisseurs privés, 85 % se concentrent sur les 100 plus grandes IMF et environ 66 % sont effectués en Europe de l'Est et en Amérique latine. En 2008, la base de fonds propres des IMF à l'échelle mondiale s'est accrue de plus de 1,6 milliard USD^a.

Côté financement, des IFD comme la SFI, la KfW et la BERD ont augmenté leurs engagements dans le secteur en vue de répondre à la crise économique. Leurs portefeuilles de participations en microfinance étaient évalués à 761 millions USD en décembre 2008. Le deuxième groupe d'investisseurs se compose de 21 fonds spécialisés en microfinance orientés vers les participations au capital ou de sociétés holdings de banques de microfinance^b. Malgré la crise mondiale, ces fonds de participation en capital se sont développés rapidement en 2008. Leurs investissements au capital des IMF ont bondi de 670 millions USD à 1,1 milliard USD en 2008^c.

De grandes caisses de retraites, telles que TIAA CREF aux États-Unis et ABP et PGGM en Europe, allouent des montants à des fonds de capital-risque spécialisés en microfinance dans le cadre de leur stratégie d'investissement socialement responsable (ISR). Évalués à 700 millions USD, leurs engagements dans le secteur progressent rapidement. Enfin, de grandes sociétés, comme Sequoia et Legatum, ont investi sur des marchés de microfinance porteurs tels que l'Inde (*The Economic Times*, 2007). Selon nos estimations, le montant total investi par ces institutions privées est supérieur à 400 millions USD.

a. Données du panel du MIX pour 2007 et 2008.

b. Enquête 2009 du CGAP sur les VIM ; le chiffre inclut des VIM disposant de fonds propres supérieurs à 10 millions USD ainsi que 600 millions USD de la holding Procredit.

c. D'après l'enquête 2008 du CGAP sur les VIM et les estimations du CGAP relatives aux projections de croissance en 2008.

été observés par rapport à cette tendance générale. Ainsi, certaines IMF atteintes de vulnérabilités préexistantes, telles qu'une croissance non maîtrisée, une mauvaise méthodologie de crédit et des contrôles internes peu rigoureux, se sont retrouvées dans une situation de crise et ont subi de lourdes pertes. En revanche, sur un certain nombre de marchés de la microfinance, dont l'Inde et la Bolivie, les IMF n'ont présenté aucun signe particulier de détérioration.

La hausse des impayés se distingue tant par son ampleur que par sa rapidité puisqu'elle s'est déroulée sur les cinq premiers mois de l'année. Mais les données collectées depuis juin 2009 suggèrent que ce rapide déclin de la qualité de l'actif s'est largement stabilisé. À condition qu'il n'y ait ni rechute ni dégradation supplémentaire, nous estimons que le secteur sortira globalement indemne de la tourmente. En partie grâce à leurs pratiques conservatrices de provisionnement pour créances douteuses, la plupart des IMF sont bien armées pour absorber les abandons de créances. Selon nos prévisions, ceux-ci continueront à augmenter pendant les premiers mois de 2010 avant de se stabiliser et, peut-être, de repartir à la baisse durant la deuxième moitié de l'année.

Baisse sans précédent de la qualité de l'actif en 2009

Au début de la crise, la préoccupation majeure concernait la continuité des financements pour les IMF. Néanmoins, celles-ci ont rapidement mis un frein à leur croissance ce qui, avec l'engagement public pris par certains grands investisseurs de continuer à appuyer le secteur, a permis d'éviter de nombreux problèmes potentiels de liquidité. En conséquence, l'inquiétude des investisseurs et opérateurs s'est détournée du financement pour se recentrer sur la détérioration de la qualité de l'actif observée dans plusieurs IMF.

Déclin rapide de la qualité de l'actif

À partir de janvier 2009, le niveau des impayés s'est mis à grimper rapidement : la moitié des IMF composant l'indice Sym50 affichaient un PAR30 minimal de 4,7 % en mai 2009, contre 2,2 %

au début de l'année (figure 1). Même corrigé de quelques légères variations saisonnières, ce résultat équivalait à une augmentation de plus de deux points de pourcentage : en cinq mois seulement, le PAR30 avait doublé. Une hausse similaire commence à se manifester pour le PAR180, un indicateur retardé plus révélateur de la perte finale. Confirmée par des conversations informelles avec d'autres VIM commerciaux, cette tendance du Sym50 est documentée par d'autres sources. Ainsi, selon l'enquête « Banana Skins » 2009, les acteurs du secteur placent le risque de crédit au premier rang de leurs préoccupations (Lascelles, 2009).

Si des crises similaires ont frappé certains pays par le passé, comme la Bolivie à la fin des années 1990, c'est la première fois qu'une telle baisse de la qualité de l'actif est observée simultanément dans un grand nombre d'IMF à l'échelle mondiale. Notons par ailleurs que, en plus du rythme de la détérioration, le niveau des impayés en valeur absolue est aussi historiquement élevé. Selon les benchmarks du MIX, le PAR30 maximal jamais atteint au cours des cinq dernières années était de 3,2 % en 2003. Il était même nettement plus bas pour les principales régions représentées par l'indice Sym50 (Europe de l'Est et Asie centrale) puisqu'il était resté inférieur ou égal à 1,2 %

Encadré 3. Sources de données sur la qualité de l'actif

Le manque de données disponibles est problématique pour l'analyse de la qualité de l'actif. Nous pouvons considérer la faillite de Lehman comme le début symbolique de la crise financière (le 15 septembre 2008). Mais à cette date, son impact ne se reflétait pas encore dans la base de données gérée par le MIX. Largement utilisée, celle-ci compile uniquement les données en fin d'année, dont la communication peut subir un retard dû au délai de reporting. Par conséquent, bien que le MIX fournisse un ensemble exhaustif d'informations concernant 1 500 institutions, nous ne disposons pour notre analyse que des données de décembre 2008, qui ne reflètent pas les conditions actuelles du marché.

De ce fait, nous avons largement eu recours à des données fournies par Symbiotics, intermédiaire suisse d'investissement en microfinance qui collecte des rapports mensuels détaillés de 50 IMF (Sym50). Cet ensemble de données présente des différences significatives par rapport à celui du MIX. Néanmoins, selon nous, leurs similitudes sont suffisantes pour que les chiffres plus actuels de l'indice Sym50 nous permettent de prédire ceux de fin 2009, que le MIX publiera plus tard cette année.

Une différence notable réside dans la définition du PAR30. Tandis que le MIX fait figurer au numérateur les prêts en retard et restructurés, l'indice Sym50 n'inclut, lui, que les prêts en retard. Ainsi, les deux chiffres ne sont que partiellement comparables, même si les prêts restructurés sont nettement inférieurs et n'affectent donc que modérément les comparaisons.

L'indice Sym50 présente en outre une distribution géographique très différente de celle du MIX. Très

concentré sur l'Amérique du Sud, l'Europe de l'Est et l'Asie centrale, il ne fournit aucune information sur l'Asie du Sud et l'Afrique et ne reflète donc qu'une partie du marché de la microfinance au sens large. Nous estimons tout de même qu'il est assez représentatif des types d'IMF recevant habituellement des investissements de la part de sources commerciales dans la mesure où les régions étudiées possèdent des marchés de la microfinance bien établis caractérisés par des barrières à l'investissement étranger peu élevées. Qui plus est, l'indice Sym50 est fortement orienté vers les cibles des investissements en capital (banques et IFNB) qui représentent 75 % de l'échantillon.

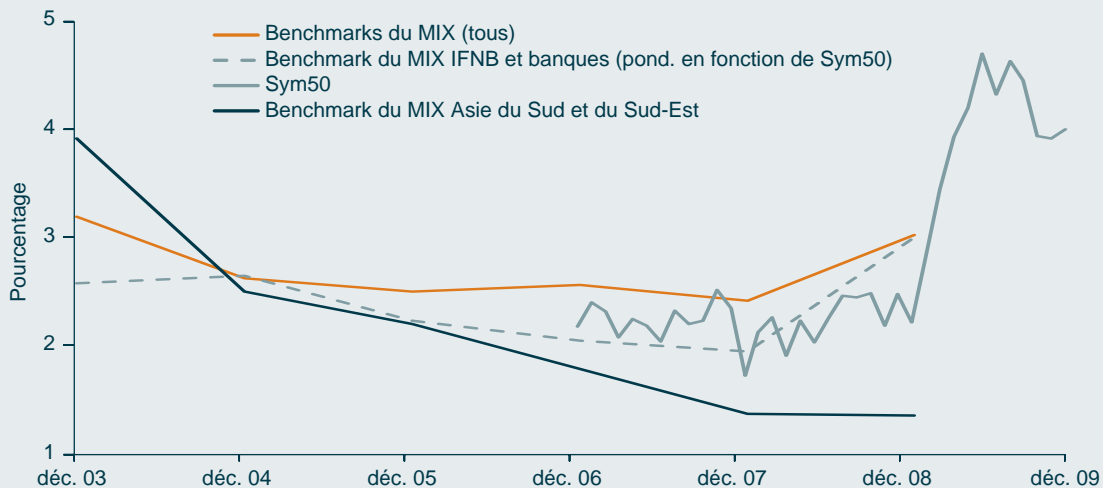
Lorsque les chiffres de fin 2009 seront compilés pour former des indicateurs de référence plus larges, on peut raisonnablement penser que la détérioration de la qualité de l'actif prédite par l'indice Sym50 se reflétera dans les chiffres de fin d'année du MIX. La figure B3.1 montre une comparaison entre l'indice Sym50 et différents segments des indicateurs du MIX, dont certains repondérés pour refléter la distribution géographique du premier. Les deux ensembles de données sont très similaires pour ce qui est des tendances et des niveaux absolus du PAR : lorsqu'ils sont ajustés en fonction des pondérations géographiques décrites ci-dessus, les indicateurs du MIX pour les IFNB et les banques tracent une courbe largement alignée sur celle du Sym50.

L'Asie du Sud et l'Asie du Sud-Est, quant à elles, présentent des taux d'impayés inférieurs à ceux des benchmarks mondiaux depuis fin 2006. Une divergence qui, selon nous, se manifestera également dans les données 2009 du MIX.

(Suite de l'encadré page suivante)

Encadré 3. (suite)

Figure B3.1. le PAR30* médian de l'indice Sym50 s'aligne sur les benchmarks du MIX



Source : Sym50, données jusqu'à novembre 2009 ; benchmarks du MIX, données jusqu'à décembre 2008.

*Comme décrit ci-dessous, l'indice Sym50 et le MIX n'ont pas la même définition du PAR30.

Mesures de la qualité de l'actif

Les mesures de la qualité de l'actif donnent un aperçu de la qualité du portefeuille de prêts et dictent aux institutions financières les niveaux de provisions pour créances douteuses à prévoir. Les définitions ci-dessous reflètent différents aspects de la qualité de l'actif.

Portefeuille à risque. Le PAR correspond à la valeur de tous les prêts en cours pour lesquels un ou plusieurs remboursements (intérêts ou principal) sont en retard de plus d'un nombre donné de jours (par exemple : PAR30 = prêts en retard depuis plus de 30 jours). Le capital restant dû de ces prêts est exprimé en pourcentage de l'encours de crédits brut, c'est-à-dire de l'ensemble des prêts à jour, en retard et renégo-ciés, mais hors abandons de créances. Il s'agit

de la définition utilisée par l'indice Sym50. Notez que la définition du MIX ajoute au numérateur le capital non payé des prêts restructurés ou rééchelonnés.

Prêts restructurés/rééchelonnés/reprogrammés. Prêts pour lesquels le calendrier de remboursement, le taux d'intérêt et/ou le capital restant dû ont été renégo-ciés avec l'emprunteur.

Abandons de créances. Il s'agit de prêts jugés irrécouvrables et sortis du bilan (passés en perte). D'un point de vue comptable, un abandon de créance réduit la valeur comptable côté actif et les provisions pour créances douteuses côté passif. Si les provisions ne suffisent pas à couvrir les pertes sur crédits, les fonds propres sont entamés. Les abandons de créances peuvent être exprimés en termes absolus ou en pourcentage de l'encours de crédits brut.

jusqu'en 2008. De tels niveaux d'impayés ont un impact direct sur la rentabilité, notamment pour les IMF habituées à des chiffres bien plus faibles³. Cela dit, si les niveaux actuels d'impayés représentent bien une source d'inquiétude pour les IMF concernées, la problématique la plus criante, au niveau national, réside dans le fait que la situation observée au premier semestre 2009 est inédite pour la plupart des jeunes marchés de la microfinance⁴.

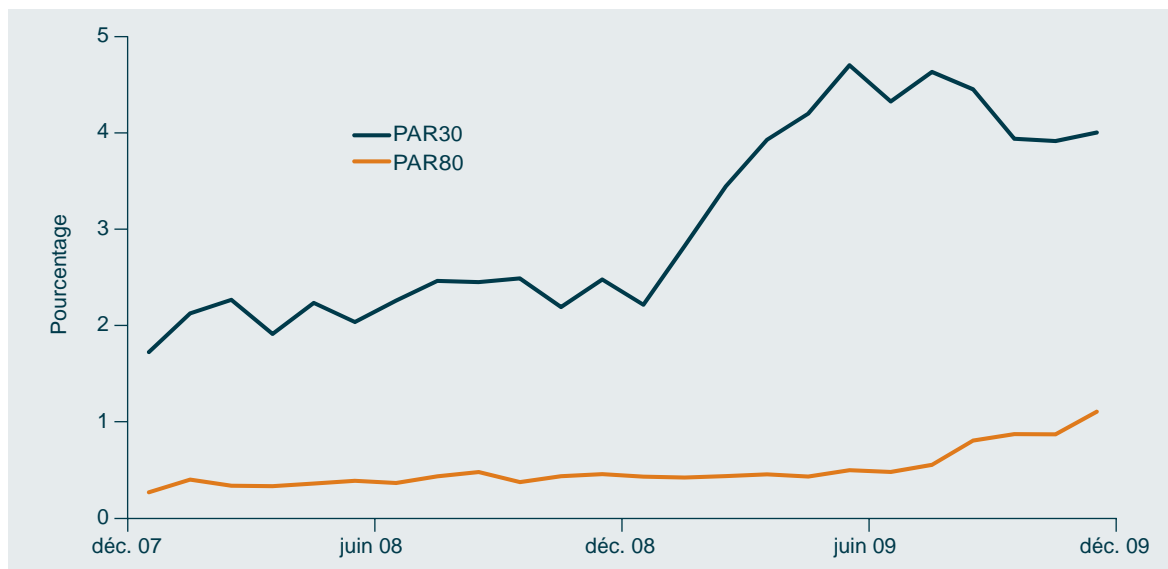
La dégradation n'est pas uniforme

À y regarder de plus près, l'indice Sym50 semble refléter deux phénomènes différents mais complémentaires. D'un côté, on constate un déclin significatif généralisé de la performance du portefeuille des IMF de janvier à juin 2009 ; de l'autre, on observe aussi des variations notables entre pays (figure 2).

3. Un accroissement du PAR30 n'est pas nécessairement synonyme de faillite pour l'IMF. D'après une analyse préliminaire des données du MIX de 2003 à 2008, une IMF lambda possédant plus d'1 million USD d'actifs présentait un risque de faillite de 1-5 % sur une période de trois ans. Un PAR30 > 5 % engendrait un risque de faillite de 6-10 %, un PAR30 > 10 % un risque de faillite de 10-15 %.

4. Cette affirmation est vraie pour la plupart des marchés. Néanmoins, selon les benchmarks du MIX pour les IMF IFNB d'Afrique et d'Amérique centrale/Caraïbes, de tels niveaux sont fréquents et ne seraient pas considérés comme élevés.

Figure 1. Baisse importante de la qualité de l'actif au premier semestre 2009 (PAR médian)



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009.

Tandis que la plupart des IMF ont connu une dégradation importante de la qualité de l'actif, celles situées dans des pays comme la Bolivie, l'Égypte, le Kosovo et la majeure partie de l'Inde n'ont guère vu de changement dans la qualité de leur actif et dans leur rentabilité. Des écarts se manifestent également au niveau régional. Ainsi, l'Amérique du Sud présente une relative stabilité, alors que l'Europe de l'Est et l'Asie centrale sont confrontées à un déclin important.

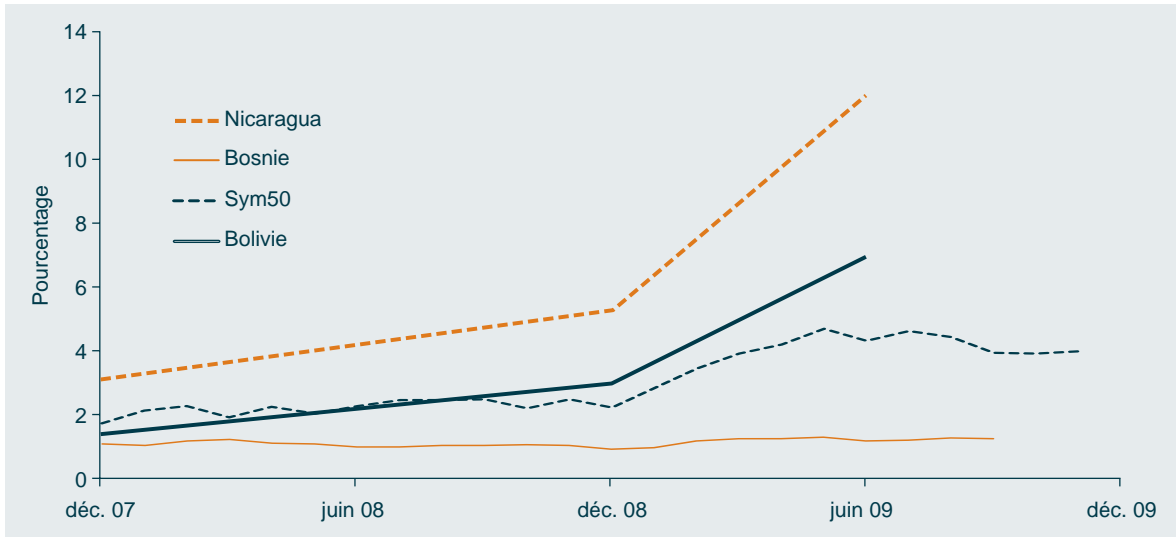
La situation est particulièrement difficile dans trois pays – le Nicaragua, le Maroc et la Bosnie-Herzégovine – où la plupart des IMF ont dû faire face à des impayés de grande ampleur. Plusieurs explications sont possibles. Néanmoins, notre hypothèse initiale est que, dans ces pays, la crise économique a frappé un secteur déjà fragilisé par des facteurs comme la concentration de la concurrence, l'insuffisance des capacités des IMF et le relâchement de leur discipline de crédit. Dans ces trois cas, la récession économique ne constituait pas le fond du problème. Mais elle s'est révélée être un facteur aggravant, précipitant dans une crise profonde des marchés déjà mal en point⁵.

Ces différences au niveau national se manifestent aussi dans la manière dont les IMF ont eu recours à la restructuration des prêts. Dans la figure 3, les écarts apparaissant entre valeurs médianes et valeurs moyennes suggèrent que les impayés à court terme (exprimés par le PAR30) sont distribués relativement uniformément autour de la médiane. En revanche, les prêts restructurés se concentrent sur une minorité d'IMF ayant des difficultés particulières, tandis que les autres ne déclarent qu'un niveau minimal de restructuration. Ce résultat confirme l'hypothèse selon laquelle la plupart des IMF font face à des niveaux d'impayés élevés mais maîtrisables. Parallèlement, une minorité d'IMF en grande difficulté prennent des mesures, telles que des rééchelonnements importants de prêts, pour remédier à la situation. En effet, si le rééchelonnement peut indiquer une tentative de réduire artificiellement le PAR, la technique s'est révélée être un instrument utile pour les IMF en difficulté durant de précédentes crises⁶.

5. Voir Chen, Rasmussen et Reille (2010).

6. Au plus fort de la crise bolivienne de 1999, BancoSol affichait un PAR30 de 7 % et a rééchelonné environ 7 % de son portefeuille. Cette tactique n'était pas dénuée de risque, puisqu'elle aurait pu saper la motivation des emprunteurs à rembourser (Rhyne, 2001).

Figure 2. La dégradation n'est pas uniforme (PAR30 médian)



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009, ASOFIN (Bolivie), CGAP pour la Bosnie et le Nicaragua.

Le pire est-il derrière nous ?

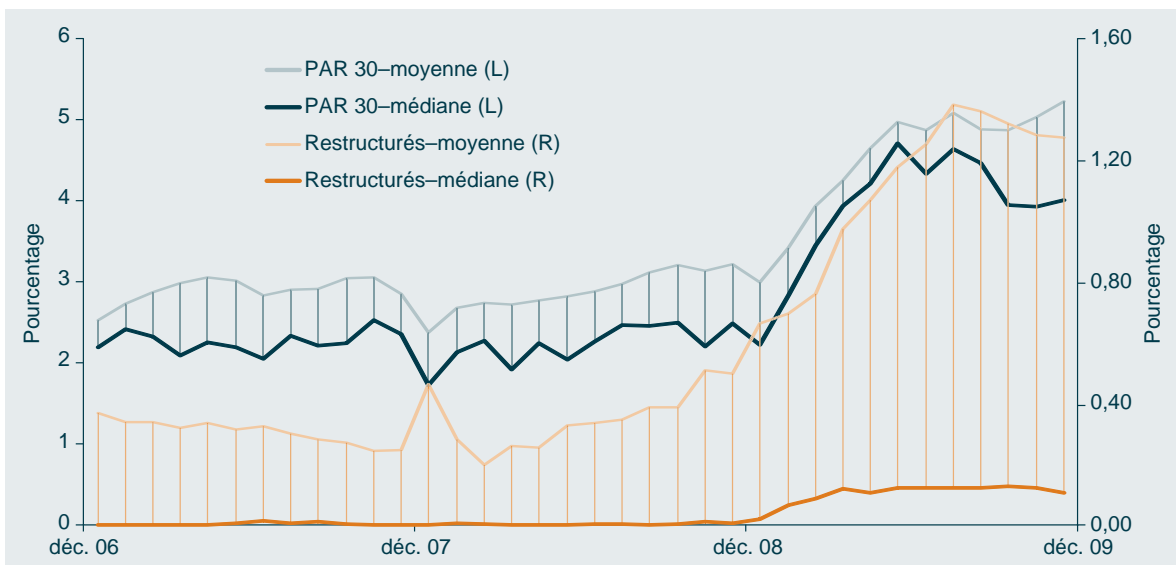
À observer les dernières tendances de performance du portefeuille, on peut supposer que le ralentissement a atteint son plus bas niveau. Depuis mai 2009, date à laquelle le PAR30 mondial a culminé à 4,7 %, la qualité de l'actif s'est progressivement fixée aux environs de 4 % sur septembre, octobre et décembre (figure 1). L'indicateur retardé PAR180 augmente encore et devrait atteindre son pic début 2010. La situation

s'est donc stabilisée à des taux d'impayés historiquement élevés qui ont un impact inévitable sur la rentabilité.

Baisse rapide mais limitée de la rentabilité

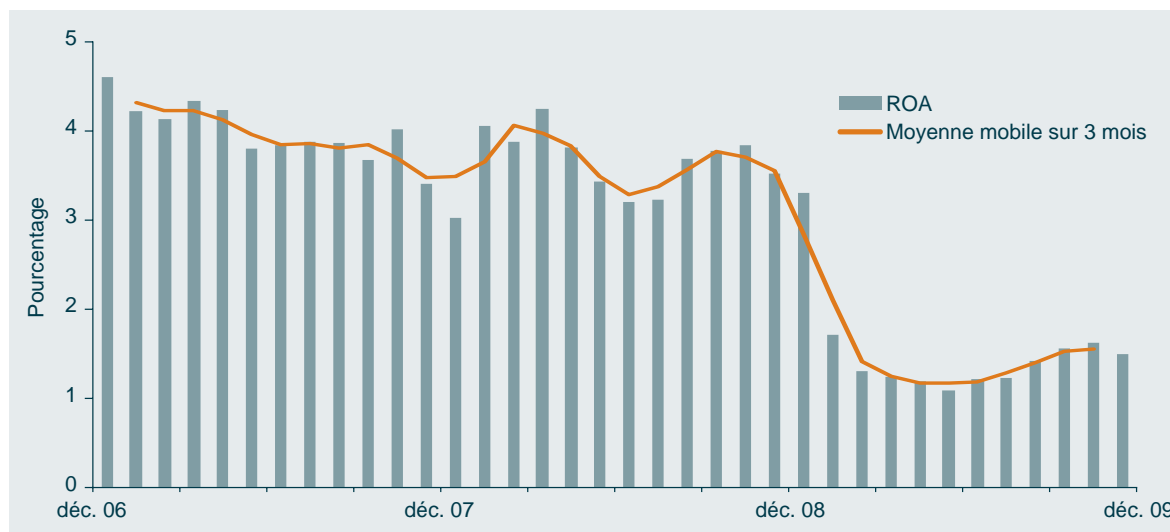
S'il y a bien un élément surprenant du point de vue des résultats, c'est que la rentabilité n'ait pas été affectée davantage. Comme il ressort de la

Figure 3. La distribution des prêts en impayé est restée inchangée, tandis que les taux de restructuration ont augmenté chez les IMF en difficulté



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009.

Figure 4. Baisse rapide de la rentabilité (ROA) médiane au premier semestre 2009



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009.

figure 4, la lente baisse observée depuis début 2007 s'est subitement accélérée en décembre 2008. Au départ, ce recul a peut-être été précipité par d'autres causes, telles que le coût supérieur des ressources ou les pertes de change (Littlefield et Kneiding, 2009). Mais la forte baisse constatée début 2009 est étroitement liée à la hausse rapide des impayés (figure 5) et à l'accroissement consécutif des provisions pour créances douteuses par les IMF. Ce schéma s'applique aussi bien au ROA (rentabilité des actifs) qu'au ROE (rentabilité des fonds propres).

Depuis qu'elle a atteint son plus bas niveau à la mi-2009, la rentabilité a légèrement rebondi. Ainsi, le ROE s'est stabilisé aux alentours de 10 %, soit à la moitié environ du niveau observé au cours des deux années précédentes. À court terme, cependant, le taux élevé d'impayés continuera probablement de peser sur la rentabilité, et ce jusqu'à ce que la qualité de l'actif se redresse.

Le capital des IMF reste relativement préservé

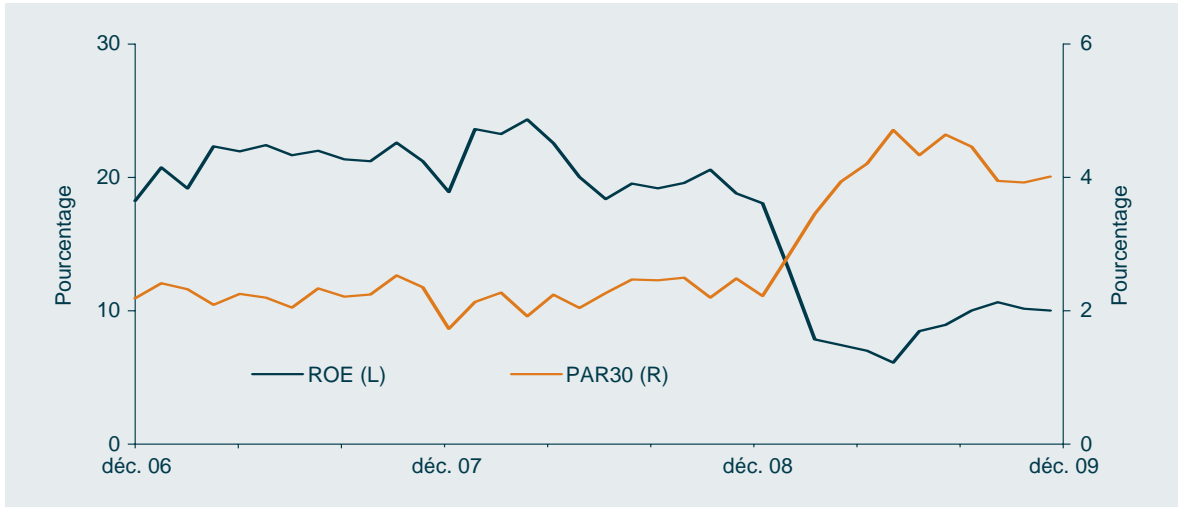
Lorsque la crise a éclaté, la plupart des IMF ont pu maintenir leur base de capital, en grande partie grâce aux importantes provisions pour créances douteuses

constituées avant 2009. Mais ces provisions diminuent nettement : comme pour le ROA, le taux de couverture médian du PAR30 était déjà orienté à la baisse avant la crise, puisqu'il avait reculé de 11 % entre janvier 2007 et novembre 2008 (figure 6). Mais le rythme s'est accéléré en 2009 : même après prise en compte du rebond cyclique de décembre, environ 15 % des provisions ont été absorbées au cours des deux premiers mois de l'année, exactement au moment où avaient lieu la hausse rapide des impayés et la chute brutale de la rentabilité. En 2009, les mesures antérieures de gestion des provisions pour créances douteuses ont donc aidé à amortir la chute de rentabilité.

Depuis, les provisions ont de nouveau augmenté, parallèlement à la stabilisation du PAR. Elles restent cependant nettement inférieures à leur niveau antérieur, puisqu'elles s'établissent à environ 110 % du PAR30. Malgré ce fléchissement, et vu les niveaux actuels d'impayés, les provisions existantes devraient pourtant suffire largement pour que la plupart des IMF couvrent leurs pertes éventuelles sans avoir à puiser dans leurs fonds propres (figure 7)⁷. Par ailleurs, la solvabilité n'est globalement pas une préoccupation dans la mesure où la majorité des IMF restent très bien capitalisées :

7. Selon une étude non publiée d'Adrián González (MIX 2009), environ 25 % des prêts en retard de plus de 30 jours sont passés en perte l'année suivante.

Figure 5. Le recul de la rentabilité (ROE) médiane reflète la hausse du PAR



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009.

depuis mi-2007, leurs fonds propres médians n'ont pas dévié du pourcentage quasiment constant de 18 à 20 % des actifs totaux.

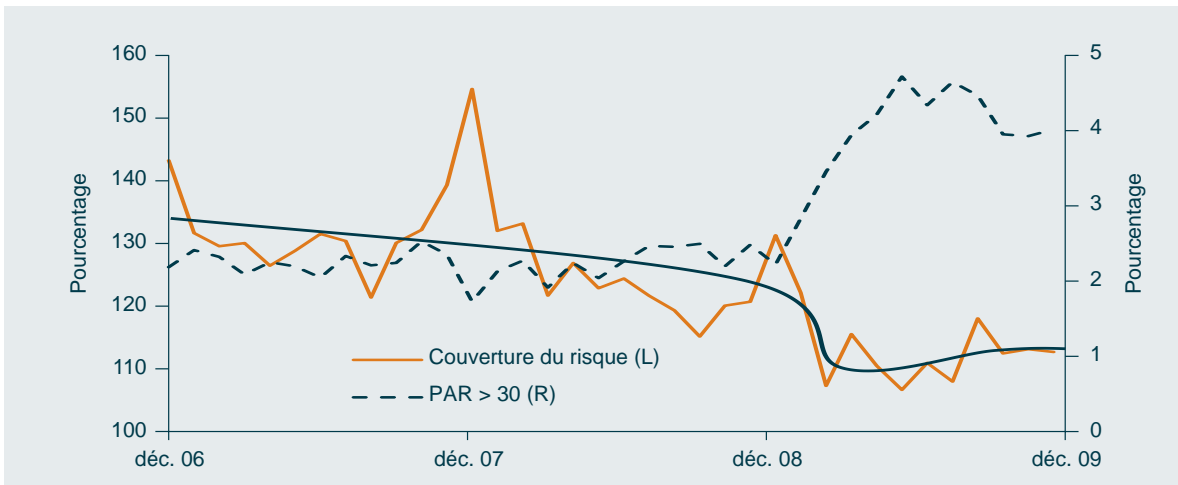
Ces niveaux de capitalisation ont de quoi donner confiance, mais ne s'appliquent pas nécessairement à toutes les IMF. De manière générale, certains pays sont plus exposés que d'autres. Ainsi, l'Inde présente un coussin de fonds propres particulièrement bas et un levier financier élevé.

Bien qu'une nouvelle détérioration des niveaux d'impayés soit possible et que les IMF affichant déjà un PAR élevé demeurent vulnérables, nous

observons un certain nombre de développements positifs. Les IMF concernées ont réagi rapidement à la crise en ralentissant leur croissance et en resserrant leurs politiques de crédit. Pour améliorer la gestion des risques et éviter le surendettement, le Maroc et la Bosnie-Herzégovine mettent actuellement en place des centrales de risques, tandis que d'autres pays comme l'Inde élaborent rapidement des projets en ce sens.

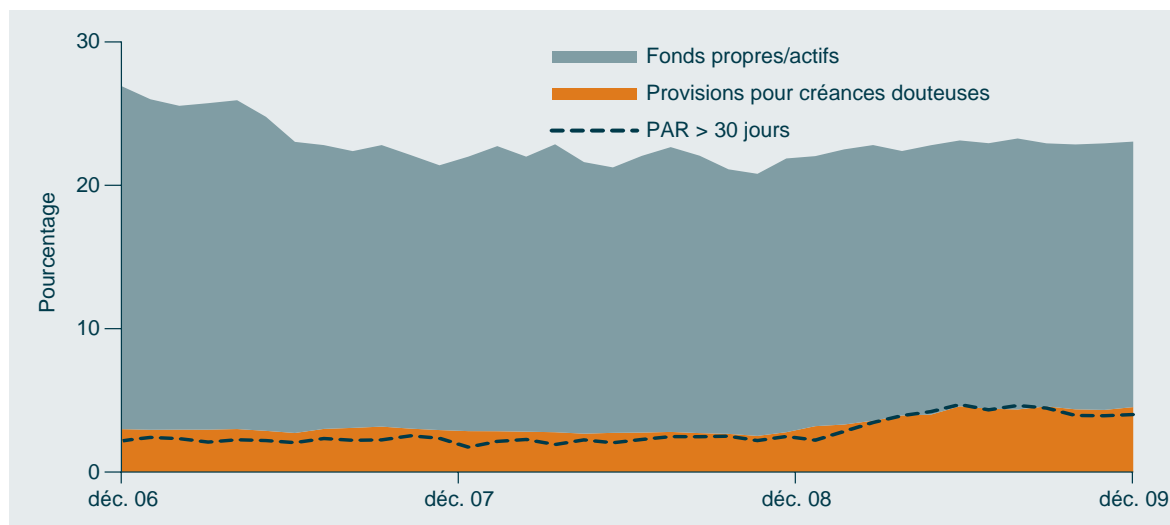
Malgré le contexte difficile, les investisseurs publics et commerciaux ont montré que leur engagement pour le secteur ne faiblissait pas. Ainsi, ils ont fourni aux IMF de nouveaux capitaux propres et des

Figure 6. Les provisions médianes ont baissé...



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009.

Figure 7. ... mais le coussin médian de provisions et de fonds propres est intact



Source : Sym50, données jusqu'en novembre 2009.

services d'assistance technique dont elles ont grand besoin. Ils ont en outre organisé la restructuration des institutions particulièrement en difficulté, comme Banex au Nicaragua et Normicro en Azerbaïdjan.

Deux facteurs nous rendent optimistes quant aux perspectives à moyen terme du secteur : d'une part, la priorité actuelle donnée par les IMF à résoudre leurs problèmes de qualité de l'actif ; d'autre part, l'engagement des investisseurs à se confronter aux difficultés au lieu de limiter les pertes et de se retirer. Les événements inédits de l'année dernière ont peut-être pris le secteur au dépourvu, mais celui-ci s'est révélé être largement à la hauteur.

Valorisation des transactions privées – IMF

On pourrait s'attendre à ce que la baisse sensible de la qualité de l'actif et de la rentabilité des IMF se reflète dans la valorisation de leurs fonds propres et de leurs transactions. Étonnamment, ce n'est pas le cas. Sur plusieurs marchés, notamment en Inde, certains signes laissent même penser que les valorisations vont surpasser les indicateurs de référence fondamentaux.

En conséquence, cette section examine la valorisation des actions des IMF négociées sur le marché privé sous l'angle des trois questions suivantes : Quelles sont les tendances en matière

de valorisation de la microfinance sur le marché privé dans le contexte de la crise mondiale ? Quels sont les principaux facteurs de valorisation pour les investisseurs et les IMF ? Les valorisations des IMF en Inde affichent-elles des signes d'« exubérance irrationnelle » ? Notre analyse se fonde sur un échantillon de 200 transactions de capital-investissement qui ont eu lieu entre 2005 et 2009, dont 42 après septembre 2008.

Nous avons soumis le jeu de données à une analyse statistique afin d'examiner l'incidence de huit variables sur la valorisation des IMF. Même si ce jeu de données est limité et n'est peut-être pas représentatif de la situation dans chaque pays, notre analyse fournit des renseignements précieux sur les facteurs de valorisation et sur les références du marché en termes de transactions de capital-investissement. Voir l'annexe II pour une présentation détaillée de cette analyse.

Malgré des conditions économiques défavorables, les valorisations ont continué à grimper en 2009

Dans notre rapport 2009, nous avons prédit une baisse des valorisations des transactions privées sur l'année, annonçant qu'elles s'établiraient aux alentours de 1 fois la valeur comptable historique. Préoccupés par l'impact de la crise mondiale sur les IMF, nous avons également prévu une

Tableau 5. Nombre et montant des transactions, par année

	2005	2006	2007	2008	2009	ND	Total
Transactions (nb)	28	37	37	64	30	4	200
Transactions (millions USD)	105,9	19,9	60,3	146,8	185,9	3,3	—

Source : CGAP. 2009 inclut le rachat d'Edyficar par Banco del Credito de Peru pour 96 millions USD, annoncé le 7 septembre 2009. ND = non déclaré.

dépréciation des fonds propres, parallèlement à une augmentation des prêts en retard et des pertes de change. Cette détérioration a bien eu lieu : qualité de l'actif et rentabilité ont subi une baisse sensible généralisée en 2009, même si certains marchés ont plus souffert que d'autres, comme nous l'expliquons dans la première section de ce document. Pourtant, à notre grande surprise, les valorisations continuent de progresser.

En 2009, les multiples PBR historiques et prévisionnels sont restés orientés à la hausse (voir tableaux 6 et 7). Le PER a fortement augmenté, atteignant un pic de 13 x. Le PBR médian est passé à 2,1 x, contre 2,0 x en 2008.

Progression des multiples dans toutes les régions

D'après le tableau 7 (présentation des valorisations par région), les investisseurs ont payé nettement plus en 2009 que sur la période 2005-2008 dans l'ensemble des régions. Avec des multiples atteignant 5 fois la valeur comptable, l'Asie⁸ arrive en tête, suivie de l'Europe de l'Est et de l'Asie centrale, de l'Amérique latine et des Caraïbes. La tendance à la hausse en Europe de

l'Est et en Asie centrale est étonnante étant donné la profondeur de la crise économique dans cette région. Il est toutefois important de souligner que les transactions de notre échantillon concernent des IMF performantes qui ont résisté de manière impressionnante à la récession. Le nombre de transactions communiqué pour la région Afrique ne suffit pas à produire des références fiables pour 2009.

Les multiples prévisionnels sont restés nettement en-deçà des multiples historiques en 2009, reflétant des perspectives de revenus positives pour les IMF (figures 8 et 9). Selon nous, les investisseurs tablent toujours sur une forte croissance des revenus en 2010, malgré les conditions de marché difficiles.

En fait, hormis l'Amérique latine en 2009, aucune région n'a connu de baisse notable du PER prévisionnel en glissement annuel depuis le commencement de cette étude (figure 10). Tandis que les multiples en Amérique latine ont oscillé autour d'une valeur médiane de 5, l'Asie a dépassé toutes les autres régions avec un taux de croissance annuelle composé de 60 %. Partant de la valorisation médiane la plus faible en 2005, elle s'est retrouvée en 2009 à se disputer la tête du

Tableau 6. La tendance à la hausse des valorisations s'est confirmée en 2009

Année	PER historique		PBR historique	
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane
2005	9,1	7,9	1,6	1,7
2006	8,6	7,4	1,5	1,3
2007	9,9	7,2	2,0	1,3
2008	10,0	7,9	2,5	2,0
2009	12,9	13,0	2,7	2,1

Source : CGAP. PER = *price - earnings ratio*, multiple de capitalisation des bénéficiaires ; PBR = *price-to-book ratio*, multiple des capitaux propres.

8. Les valorisations en Asie présentent un biais à la hausse presque exclusivement dû aux transactions réalisées en Inde, lesquelles représentent plus de 80 % de toutes les transactions asiatiques de notre échantillon 2009.

Tableau 7. Présentation par région : en 2009, le PBR historique a augmenté de 50 % en Asie

	PER historique médian					PBR historique médian				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
Afrique	5,6	6,2	17,1	13,2	ND	0,9	1,2	1,6	1,8	ND
Asie	ND	ND	ND	6,9	ND	1,7	2,0	5,1	2,9	5,0
EEAC	9,3	8,6	13,8	9,4	14,5	1,8	1,3	1,0	2,1	2,2
ALC	ND	6,7	5,6	7,8	ND	1,4	1,2	1,1	1,2	1,3

Source : CGAP. ND = moins de cinq transactions. PER = *price - earnings ratio*, multiple de capitalisation des bénéfices ; PBR = *price-to-book ratio*, multiple des capitaux propres ; EEAC : Europe de l'Est et Asie centrale ; ALC : Amérique latine et Caraïbes.

classement avec la région Europe de l'Est et Asie centrale⁹. De telles variations entre régions et au fil des ans sont caractéristiques d'une jeune classe d'actifs manquant d'une référence sur le marché et d'un consensus en matière de valorisation.

En 2009, les investisseurs ont alloué davantage de fonds à la microfinance et ont privilégié les IMF affichant une bonne qualité de l'actif

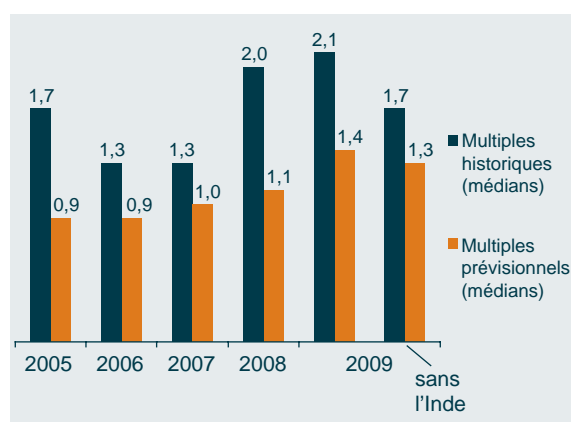
Le marché du capital-investissement en microfinance est resté dynamique malgré la fermeture quasi totale des marchés des capitaux à la suite de la faillite de Lehman Brothers : 42 transactions de capital-investissement, pour une valeur totale de 205 millions USD, ont été communiquées au CGAP.

En dépit de la crise mondiale, les investisseurs étrangers ont continué à développer leur

participation dans la microfinance. Les fonds spécialisés dans la microfinance ont augmenté leur portefeuille de participations de 54 % pour le porter à 1,1 billion USD en 2008. Plusieurs nouveaux fonds, dont le Blue Orchard Fund et le Developing World Markets Equity Fund, ont été lancés au premier trimestre 2009.

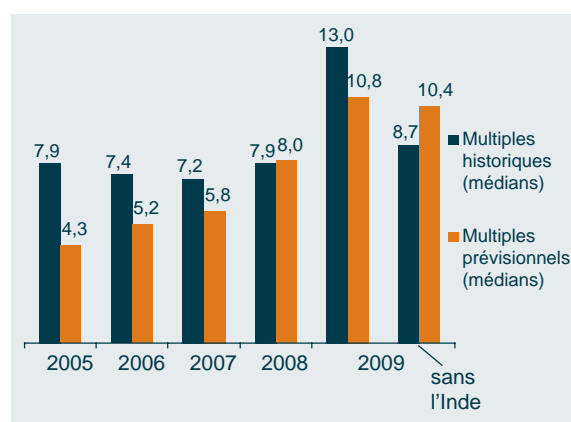
En outre, des banques locales ont profité de la crise pour réaliser des acquisitions stratégiques d'IMF. Quelques grandes transactions ont bénéficié d'une couverture médiatique, notamment le rachat d'Edyficar par Banco de Crédito del Perú, celui de Banco Solidario par Bank Uno en Équateur, celui d'Opportunity Bank Montenegro par la banque autrichienne Erste Steiermaerkische Bank, et Finsol par Financiera Independencia au Mexique. Ces nouveaux capitaux affluant de banques et d'investisseurs commerciaux vers un marché étroit de participations impliquant

Figure 8. Hausse des PBR



Source : CGAP.

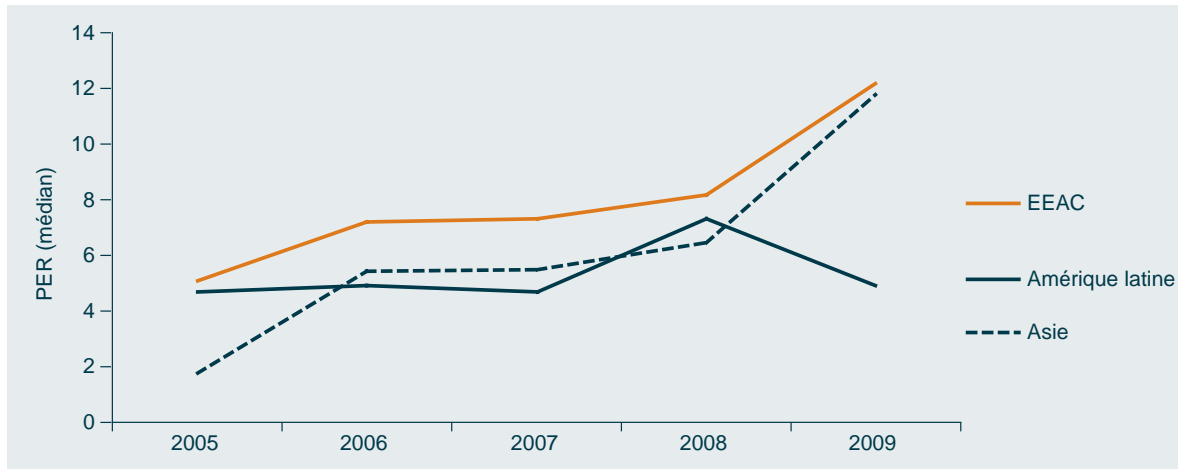
Figure 9. Hausse des PER



Source : CGAP.

9. L'Afrique a été exclue de ce graphique, car le nombre annuel de transactions était trop bas pour être présenté.

Figure 10. PER prévisionnels (médians) : l'Asie progresse rapidement



Source : CGAP.

plus de 400 institutions ainsi que les quelques ventes d'investisseurs existants ont fait grimper la valorisation des IMF.

La hausse continue des valorisations en microfinance s'explique également par les indicateurs relativement performants de la qualité de l'actif pour les IMF faisant l'objet d'investissements en participations. Pour les IMF ayant fait l'objet de transactions communiquées au CGAP en 2009, le PAR30 2008 moyen s'élève à 2,6 %, contre une moyenne du MIX de 3,1 %¹⁰. Ainsi, une bonne qualité de l'actif semble être une condition préalable pour attirer des investissements en capital.

En effet, la plupart des transactions indiquées au CGAP après septembre 2008 ont eu lieu sur des marchés résistants caractérisés par une bonne qualité du portefeuille, comme l'Inde. Notre ensemble de données ne contient aucune transaction sur les trois marchés les plus malmenés – le Nicaragua, la Bosnie-Herzégovine et le Maroc – et un nombre très faible de transactions impliquant des IMF en difficulté.

Selon notre analyse, des impayés plus élevés (exprimés par le PAR30) ont induit une décote importante sur les multiples de valorisation. Notre

modèle de régression (voir l'annexe II) indique une corrélation négative significative entre le PAR30 et le PER prévisionnel, compte tenu d'un ensemble de facteurs dont la situation géographique, la rentabilité et le montant de la transaction.

La qualité de l'actif, la croissance nette des revenus et l'âge de l'IMF sont les principaux facteurs de valorisation

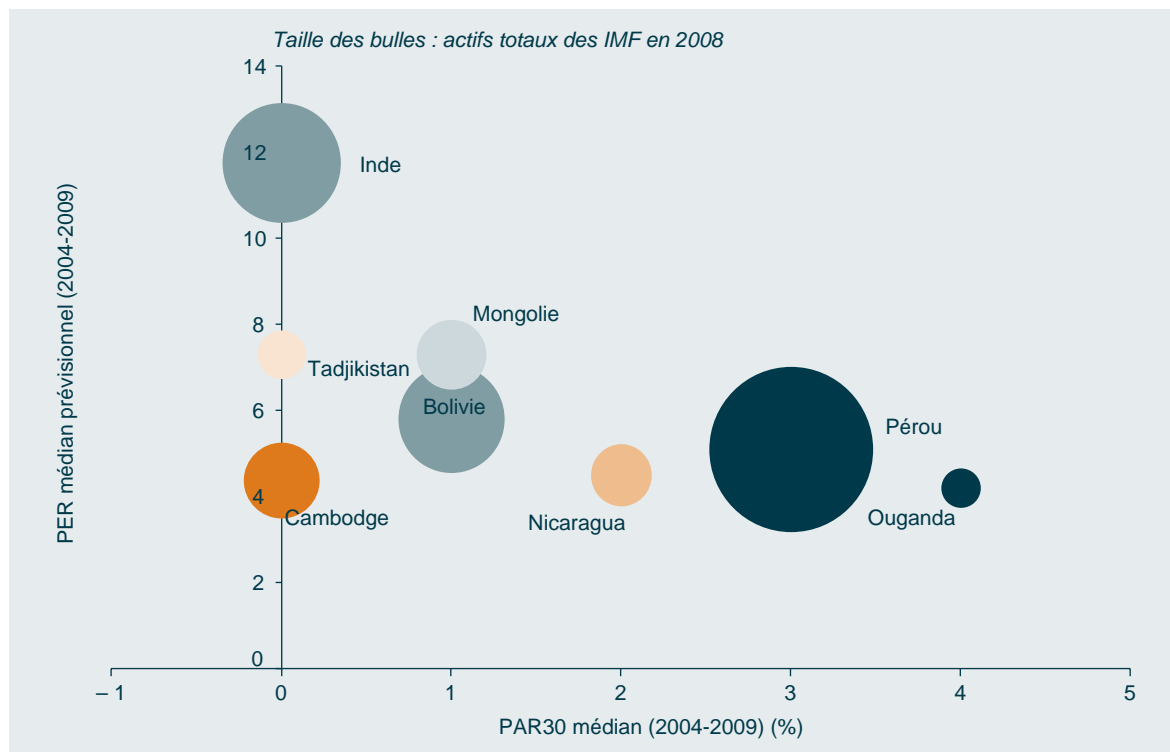
La rentabilité ne semble pas être un facteur de valorisation

Sur les marchés matures du capital-investissement, une corrélation positive existe entre le PBR et la rentabilité des fonds propres (*return on equity*, ROE). La figure 12 présente le PBR actuel de 150 banques du monde entier couvertes par J.P. Morgan en fonction du ROE moyen prévisionnel pour 2009-2010. Il apparaît que le ROE est un déterminant du PBR, avec un coefficient de corrélation de 70 %.

Cette relation ne s'applique cependant pas à notre échantillon d'IMF. Si l'on étudie le PBR et la rentabilité comme nous l'avons fait dans le tableau 9 et la figure 13, on constate qu'il n'existe aucune corrélation entre ces deux valeurs, ce qui témoigne une nouvelle fois d'un manque de consensus

10. Benchmarks 2008 du MIX.

Figure 11. Une qualité de l'actif moindre influe négativement sur le PER prévisionnel



Source : CGAP.

concernant la valorisation des IMF (voir l'annexe II pour des détails sur le modèle de régression).

Les IMF en Europe de l'Est et en Afrique s'échangent au même prix, c'est-à-dire à 1,9 fois la valeur comptable. Le ROE moyen, en revanche, s'élève à 1,5 % pour les IMF d'Afrique et à 15,6 % pour celles d'Europe de l'Est. Les investisseurs ne semblent pas attacher trop d'importance au ROE actuel. Ils se concentrent sur d'autres facteurs, comme la croissance des revenus et la taille du marché.

La croissance nette des revenus est un important facteur de valorisation

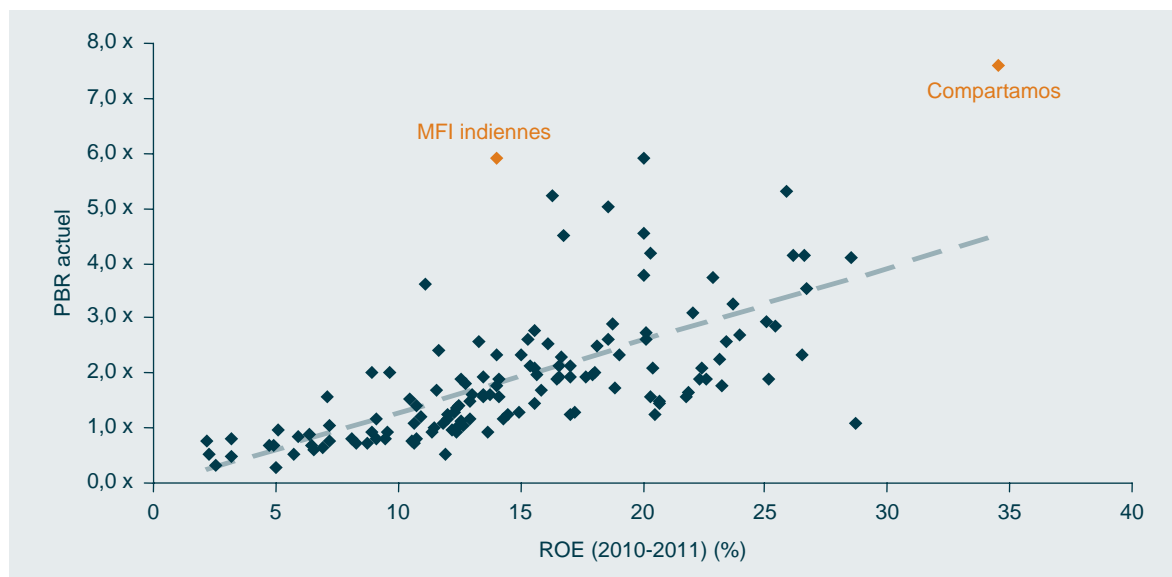
Comme il ressort du tableau 10 et de la figure 14, une corrélation positive existe entre le PER et la croissance des revenus. Les investisseurs attribuent clairement une prime à des perspectives de croissance des revenus. Cette analyse ne prend

toutefois pas en compte l'effet de dilution des parts sur la valorisation.

Prime pour les IMF plus jeunes

Les investisseurs paient des multiples plus élevés pour les IMF plus jeunes. Notre analyse de régression (voir l'annexe II) montre qu'il s'agit d'une tendance stable et généralisée s'appliquant aussi bien au PBR qu'au PER. Il est important de noter que cette analyse prend déjà en compte la taille de l'institution, laquelle présente une forte corrélation positive avec les valorisations. Les investisseurs appliquent une prime sur le potentiel de croissance d'une institution. Les IMF plus jeunes se développent souvent plus vite que leurs homologues bien établies. Par ailleurs, les IMF récentes à vocation plus commerciale se caractérisent en principe par un management plus professionnel et des modèles de croissance plus agressifs.

Figure 12. Régression de la rentabilité des fonds propres et du PBR pour 150 banques du monde entier



Source : estimations de J.P. Morgan, Bloomberg. Prix au 23 février 2010. Nous avons utilisé le PBR actuel et la rentabilité moyenne des fonds propres (ROE) prévue par les analystes de J.P. Morgan pour 2010 et 2011. Notons que la corrélation atteint 69 %, avec une ordonnée à l'origine de $-0,1$ et une pente de $13,2$.

Tableau 8. Matrice d'équivalence

ROE théorique	PBR
0 %	$-0,1 \times$
5 %	$0,6 \times$
10 %	$1,2 \times$
14 %	$1,8 \times$
15 %	$1,9 \times$
20 %	$2,6 \times$
25 %	$3,2 \times$
30 %	$3,9 \times$
35 %	$4,5 \times$
40 %	$5,2 \times$
45 %	$5,9 \times$
50 %	$6,5 \times$
55 %	$7,2 \times$
60 %	$7,9 \times$

Source : estimations de J.P. Morgan, basées sur le rapport entre ROE et PBR présenté à la figure 12. Nous mettons en évidence les lignes correspondant à un ROE de 14 % et à un PBR de $5,9 \times$, car il s'agit des chiffres relatifs au marché indien de la microfinance.

Pour résumer, notre analyse statistique démontre que la qualité de l'actif, la croissance nette des revenus et l'âge des IMF sont les principaux facteurs de valorisation. Nous reconnaissons toutefois que les investisseurs devraient prendre en considération d'autres facteurs, tels que le montant de la transaction, le pays où se trouve l'IMF, son statut juridique, sa rentabilité actuelle, sa structure de coûts, son levier financier et sa base de financement.

Le cas de l'Inde : des valorisations élevées sur un marché dynamique

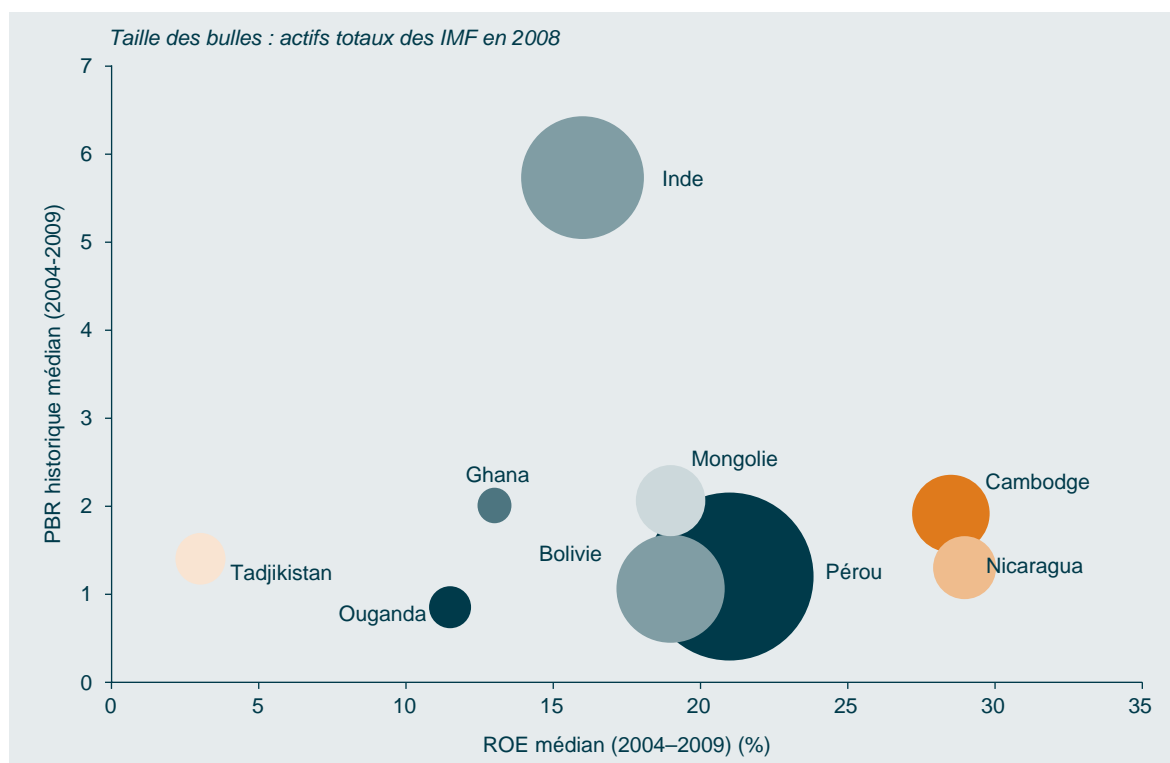
Cette année, l'Inde a été un marché important pour le capital-investissement dans la mesure où plus de 30 % des transactions de notre échantillon y ont été réalisées. Fait plus surprenant encore, la microfinance semble la cible principale du capital-investissement dans ce pays. Ces deux dernières années, en effet, les IMF y ont attiré 40 % de tous les investissements privés (Bhadra, 2009). Un résultat logique si l'on considère les forts taux de croissance des IMF indiennes et le potentiel de marché encore considérable.

Tableau 9. Pas de corrélation significative entre PBR et rentabilité (ROE)

	Moyenne non pondérée		Médiane	
	PBR	ROE (%)	PBR	ROE (%)
Bolivie	1,1	21,1	1,1	19,3
Cambodge	2,1	26,7	1,9	28,5
Ghana	2,3	8,3	2,0	13,2
Inde	5,4	14,2	5,9	16,1
Mongolie	1,9	19,6	2,1	18,7
Nicaragua	1,7	26,2	1,3	29,1
Pérou	1,3	20,5	1,2	21,0
Tadjikistan	1,4	- 3,2	1,4	3,3
Ouganda	1,5	12,1	0,9	11,5
Afrique	1,9	1,5	1,6	8,1
Asie	3,4	9,1	2,5	15,9
EEAC	1,9	15,6	1,8	19,1
ALC	1,5	21,6	1,3	20,0

Source : CGAP.

Figure 13. Pas de corrélation significative entre PBR et rentabilité (ROE)



Source : CGAP. Chiffres médians. Il n'existe aucune corrélation entre le ROE et le PBR dans le cas des IMF, ce qui est le signe d'un marché immature. Sur des marchés matures, le PBR payé pour une institution financière dépend de la rentabilité de celle-ci mesurée par son ROE.

Tableau 10. Les perspectives de croissance ont une incidence significative sur la valorisation

	Moyenne non pondérée		Médiane	
	PER	Croissance des revenus (%)	PER	Croissance des revenus (%)
Bolivie	6,3	28,3	6,6	33,5
Cambodge	6,8	41,9	4,7	26,4
Inde	23,5	82,3	26,7	121,9
Mongolie	11,4	42,7	11,3	28,0
Nicaragua	6,7	19,5	5,0	20,3
Pérou	9,1	73,1	6,8	30,1
Tadjikistan	17,9	96,8	13,8	89,0
Ouganda	8,1	- 6,1	6,0	22,0
Afrique	11,7	17,9	11,6	22,3
Asie	9,2	55,8	4,8	52,5
EEAC	11,8	47,2	10,5	31,0
ALC	8,3	54,2	6,9	25,5

Source : CGAP. PER = *price - earnings ratio*, multiple de capitalisation des bénéfices.

L'Inde présente un immense potentiel pour la microfinance

L'Inde représente le plus vaste marché de la microfinance au monde. Plus de 600 millions de personnes y vivent avec moins de 1,50 dollar par jour. Néanmoins, selon les estimations, le marché combiné des IMF et des self-help groups ne sert aujourd'hui que 67 millions d'emprunteurs (Srinivasan, 2009)¹¹. Ainsi, la demande non satisfaite de services de microfinance en Inde reste la plus élevée au monde.

De plus, les IMF indiennes font partie des établissements les plus performants du secteur. De 2003 à 2008, elles ont enregistré les plus forts taux de croissance au monde tant au niveau des actifs que des revenus nets (plus de 100 % annuels pour chaque mesure sur les cinq dernières années). Elles ont maintenu une excellente qualité de l'actif (PAR30 médian 2008 de 0,36 %, contre 2,98 % pour les IFNB à l'échelle mondiale) et un modèle à bas coût (coefficient d'efficacité médian de 11 %, contre 19,8 % pour les IFNB à l'échelle mondiale¹²). Selon les notations CRISIL (2009), les grandes IFNB indiennes disposent également d'excellentes équipes dirigeantes et de systèmes sains. Le marché indien est très concentré, et cette tendance

s'accroît. Les cinq premières IMF représentent déjà 61 % de tous les clients. Elles profitent en outre de leur étendue et de leur accès au marché des capitaux pour croître à un rythme 2,5 fois supérieur à celui des 10 IMF suivantes (M-CRIL 2009).

Mais les valorisations actuelles sont source de préoccupation

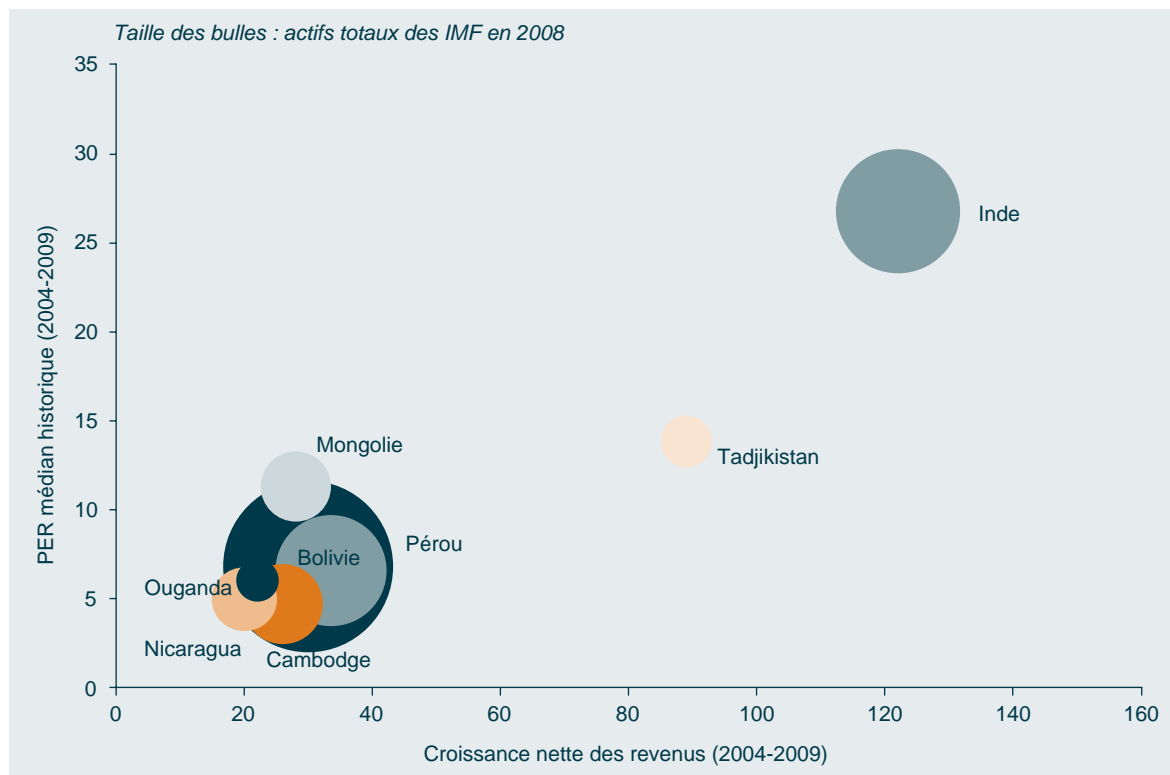
En 2009, les IMF indiennes se sont échangées sur le marché du capital-investissement à une médiane de 5,9 fois la valeur comptable, contre 2,1 fois à l'échelle mondiale. Selon nous, des valorisations aussi élevées sont difficiles à justifier :

1. **La rentabilité actuelle n'est que de 14 % et s'appuie sur un levier financier élevé.** Notre analyse de la relation entre PBR et ROE suggère que, pour justifier les valorisations actuelles, le ROE moyen des IMF indiennes doit s'établir à environ 45 % (tableau 8). Or le ROE médian des IFNB de microfinance en Inde n'est que de 14,4 %^{13,14} ; seules les cinq premières institutions affichent des chiffres largement supérieurs. Qui plus est, ce ROE est déjà considérablement gonflé par un levier financier plus élevé : les 50 premières IMF indiennes présentent un ratio de

11. Notons que ces 67 millions de clients incluent un nombre significatif d'emprunteurs multiples, comptés plusieurs fois. Par conséquent, le nombre de clients potentiels exclus des services de microfinance est encore plus élevé que ce que ces chiffres suggèrent.

12. Données ajustées en fonction des benchmarks 2008 du MIX (<http://mixmarket.org/mfi/benchmarks>).

Figure 14. Les perspectives de croissance ont une incidence significative sur la valorisation



Source : CGAP. Chiffres médians. PER = *price - earnings ratio*, multiple de capitalisation des bénéfices.

levier (dettes/fonds propres) de 7,2 x (notations CRISIL 2009), par rapport à la moyenne mondiale du MIX de 3,3 x pour les IFNB.

2. **Les investisseurs ne doivent pas payer pour la croissance à proprement parler.** Il existe toujours en Inde un immense marché sous-desservi. Pour remédier à cette situation, les IMF se sont considérablement développées ces dernières années. Néanmoins, l'augmentation de la part de marché ou du nombre de clients ne se traduit pas nécessairement par une croissance des revenus ou une rentabilité solide telle que mesurée par le ROE.
3. **Les faibles niveaux d'impayés ne pourront peut-être pas être maintenus. Jusqu'à présent, les IMF indiennes ont réussi à conserver une excellente qualité du portefeuille.** Nous

doutons toutefois que les pertes sur créances irrécouvrables puissent rester à un niveau aussi faible. En particulier, nous nous inquiétons des signes de surchauffe dans certains États indiens, comme l'Andhra Pradesh et le Karnataka, ainsi que du relâchement des règles d'octroi de crédit identifié par CRISIL. En partie pour répondre à ces problématiques, de grandes IMF indiennes ont récemment commencé à unir leurs efforts en vue d'élaborer des normes pour le secteur. Ainsi, elles ont notamment instauré des plafonds combinés d'endettement pour les emprunteurs ayant souscrit des prêts multiples et créé une centrale de risques pour faciliter l'échange d'informations (Microcapital Monitor 2009). À condition d'être mises en œuvre correctement, ces mesures devraient réduire sensiblement le risque de « bulles » de crédit dans la microfinance indienne.

13. Données non corrigées des benchmarks 2008 du MIX.

14. Un niveau élevé de ROE permettrait en fait à la banque d'augmenter sa valeur comptable par action à un rythme soutenu, ce qui diminuerait naturellement le PBR au fil du temps. Tel est le cas de Compartamos, qui affichait un ROE moyen très élevé (43 %) en 2009. Son PBR actuel de 6,7 x est donc susceptible de diminuer dans la mesure où, selon les estimations de J.P. Morgan, sa valeur comptable devrait progresser de 32 % dans les trois prochaines années.

4. **Le taux de pénétration de la microfinance est élevé dans certaines régions. Fortement concentrées sur les États du Sud, les IMF sont relativement peu présentes dans les autres régions.** À mesure que les IMF s'étendront à ces zones, nous prévoyons une baisse de la rentabilité à court terme. Une telle expansion engendre en effet une augmentation des charges d'exploitation. Parallèlement, nous estimons que les marges commenceront à diminuer sur les marchés plus concurrentiels du Sud.

5. **Selon nous, ces valorisations excessives sont portées par des flux de capitaux excédentaires.** L'Inde a reçu 35 % des investissements en capital en microfinance en 2008 et 25 % en 2009¹⁵. Une large proportion de ces flux provient d'investisseurs dont l'objectif est de réaliser des bénéfices en cédant leurs parts ou en se dégageant autrement de leur investissement au bout d'un laps de temps relativement réduit. Par le passé (comme pendant la bulle internet des années 1990), il est souvent arrivé que ce type de capitaux produise une valorisation excessive du prix des actions à court terme et entraîne des déceptions à long terme.

Notre analyse laisse entendre que le marché est dominé par des transactions à valorisation élevée. Précisons cependant que notre ensemble de données est limité et qu'il n'est peut-être pas représentatif de toutes les prises de participation dans des IMF en Inde¹⁶. Un certain nombre d'investisseurs nationaux dans la microfinance, tels que SIDBI, sont actifs sur le marché des participations, et nous estimons qu'ils investissent à des valorisations plus basses. Par ailleurs, on trouve encore en Inde des opportunités d'investissement social intéressantes dans de petites et moyennes IMF situées dans des régions sous-desservies. Leur capacité d'absorption de capitaux est toutefois réduite en raison de la domination accrue du marché par les acteurs de plus grande taille.

Il est conseillé à tous les investisseurs en microfinance de suivre les évolutions en Inde. Étant donné le positionnement du pays sur ce marché, son impact potentiel pourrait se répercuter sur l'ensemble du secteur de la microfinance.

Valorisation des transactions publiques – institutions financières ciblant les faibles revenus

Le marché privé du capital-investissement en microfinance a fait preuve d'une remarquable résistance face à la détérioration de la qualité de l'actif et à la chute de la rentabilité. Mais pour avoir une idée des tendances futures, il convient d'examiner également le contexte plus large du marché public. Le nombre d'IMF cotées en Bourse étant extrêmement réduit, une comparaison avec d'autres institutions similaires est nécessaire.

Dans cette section, nous étudions les tendances en matière de valorisation des IFFR sur les marchés publics. Bien que ne poursuivant pas nécessairement un double objectif de résultat, les IFFR opèrent sur les mêmes marchés que les IMF, offrant des services financiers (crédits à la consommation, prêts aux microentreprises, services de paiement et produits d'assurance) aux segments de la population à faibles revenus. En tant que telles, elles constituent des éléments de comparaison intéressants. Nous avons identifié huit institutions de ce type.

Nous nous proposons ici de répondre aux questions suivantes sur la qualité de l'actif et la performance des cours des IFFR dans le contexte de la crise mondiale :

- Comment la qualité de l'actif des IFFR a-t-elle évolué récemment et leur capital est-il bien couvert ?
- Quelle a été la performance de l'indice des IFFR, présenté pour la première fois dans le rapport de l'année dernière, dans le contexte de la crise mondiale ?
- Quelle a été la performance de l'indice des IFFR par rapport aux banques traditionnelles ?

15. Base de données du CGAP sur la valorisation des fonds propres.

16. Sur les 21 transactions indiennes de notre ensemble de données, seules quatre présentaient une valorisation inférieure à 4 fois la valeur comptable. Sept se situaient au-delà de 6 fois la valeur comptable et six étaient valorisées à un niveau si élevé (supérieur à 10 fois la valeur comptable) qu'elles ont été qualifiées de valeurs aberrantes pour les besoins de notre analyse.

La qualité de l'actif s'est détériorée pendant la crise

Nous avons utilisé deux ensembles de données différents : (1) des informations sur les systèmes bancaires d'Indonésie et du Mexique, deux des principaux marchés de la microfinance, et (2) deux IFFR emblématiques, à savoir Compartamos (Mexique) et Bank Rakyat Indonesia (BRI).

Les ratios de crédit improductif ont augmenté depuis le début de la crise mais restent inférieurs aux niveaux historiques

La qualité de l'actif s'est détériorée sur l'ensemble des gammes de produits aussi bien au Mexique qu'en Indonésie. La Banque centrale mexicaine a déclaré que le ratio de crédit improductif des banques mexicaines avait augmenté, passant de 2,1 % en juin 2008 à 3,0 % en septembre 2009, et qu'il semblait s'être stabilisé à ce niveau¹⁷. De même, le ratio de crédit improductif de Compartamos (nombre de prêts en retard de plus de 90 jours/nombre total de prêts) a progressé pour atteindre 2,3 % en septembre 2009, contre seulement 1,4 % en juin 2008.

Dans le cas des banques indonésiennes, la Banque centrale d'Indonésie a signalé un accroissement de 80 points de base du ratio de crédit improductif¹⁸ entre septembre 2008 et mai 2009. Au cours de ce mois, en effet, les impayés ont culminé et le ratio a atteint 4,9 %. Ce dernier a diminué depuis, revenant à 4,3 % en septembre 2009. À la BRI, le ratio de crédit improductif (nombre de prêts en retard de 91 jours ou plus) est passé de 3,4 % en juin 2008 à 3,9 % en septembre 2009.

Dans ces deux pays, l'augmentation des ratios de crédit improductif des banques réglementées est modeste et bien inférieure à ce que les analystes craignaient lorsque la crise s'est déclarée. Par ailleurs, les IMF cotées en Bourse, Compartamos

et BRI, n'ont été que modérément affectées par la crise. Le portefeuille de crédits solidaires de Compartamos a particulièrement bien résisté : de seulement 0,4 % en septembre 2007, son ratio de crédit improductif s'est établi à 0,7 % en septembre 2009¹⁹. Le portefeuille de microcrédits de la BRI présente une résistance similaire à celle observée lors de crises antérieures : son ratio de crédit improductif, qui était de 1,2 % fin 2007, n'a que peu progressé, atteignant 1,7 % en septembre 2009.

L'importance du capital bancaire varie selon les pays

Malgré la hausse récente des ratios de crédit improductif, les taux d'impayés des deux systèmes bancaires analysés dans cette section (ceux du Mexique et de l'Indonésie) sont restés à des niveaux historiquement bas. Ces résultats diffèrent de ceux présentés pour les IMF dans la première partie de ce document. Pour ces dernières, en effet, les taux d'impayés avaient atteint des records.

Le ratio de crédit improductif de Compartamos (2,3 % en septembre 2009) demeure inférieur à la moyenne du système bancaire au Mexique (3,0 %). Comme il ressort de la figure 20, cette moyenne est elle-même nettement inférieure aux niveaux observés au début de la décennie (quand les ratios atteignaient 15 %). De même, le ratio de crédit improductif des banques indonésiennes a diminué au cours de la décennie écoulée, revenant de 18,8 % fin 2000 à 4,3 % en septembre 2009.

Pour évaluer la santé des deux systèmes bancaires, nous analysons leurs taux de couverture des prêts en retard (provisions pour créances douteuses/prêts en retard). En septembre 2009, le taux de couverture moyen s'élevait à 131 % pour le Mexique et à 144 % pour l'Indonésie, des niveaux relativement élevés en comparaison internationale. Fin septembre 2009, la BRI et

17. La Banque centrale du Mexique compile les données pour les banques mexicaines et les publie trimestriellement. Elle n'inclut cependant pas les données pour les IFNB (telles que Financiera Independencia) et les ONG. Elle définit le ratio de crédit improductif comme le nombre de prêts en retard de plus de 90 jours.

18. La Banque centrale d'Indonésie définit le ratio de crédit improductif comme le nombre de prêts en retard de 91 jours ou plus.

19. En septembre 2009, le crédit solidaire représentait 74 % du portefeuille de crédits total de la banque. Le reste du portefeuille était composé de crédits complémentaires, de crédits individuels et de crédits pour la rénovation du domicile.

Compartamos bénéficiaient également de taux de couverture confortables de plus de 150 %. Ces derniers étaient largement supérieurs au taux de couverture moyen des IMF qui, comme nous l'avons vu dans la première partie de ce document, était de l'ordre de 115 % à la fin de l'année 2009.

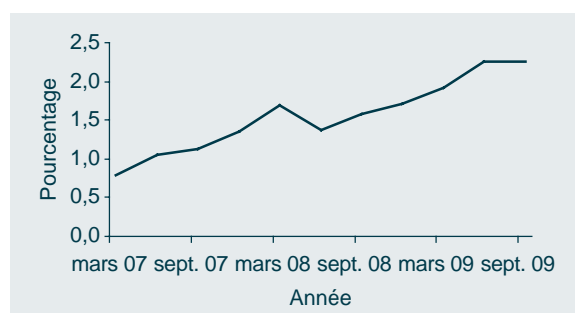
Malgré des difficultés au niveau de la qualité de l'actif, les valorisations des IFFR ont augmenté et dépassé celles des banques classiques

Définition de l'indice des IFFR

L'indice des IFFR réunit huit institutions cotées en Bourse, dont des banques et des IFNB, qui fournissent des services financiers aux populations à faibles revenus. Il s'agit d'un indice pondéré par la capitalisation boursière englobant des zones géographiques et modèles économiques divers. Les institutions incluses doivent satisfaire aux quatre critères suivants : (1) elles offrent essentiellement des services financiers et ciblent les segments à faibles revenus de la population ; (2) elles sont cotées en Bourse ; (3) leurs informations financières sont aisément accessibles ; et (4) leurs actions ont une bonne liquidité quotidienne.

Les banques composant l'indice offrent non seulement des crédits de trésorerie aux microentrepreneurs, mais aussi des crédits à

Figure 15. Le ratio de crédit improductif de Compartamos est passé de 1,4 % en juin 2008 (avant la crise) à 2,3 % en septembre 2009



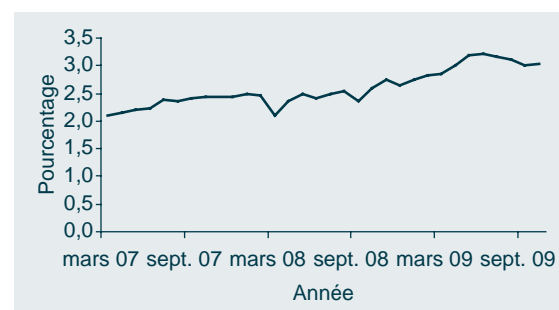
Source : données de la société. Ratio de crédit improductif = nombre de prêts en retard de 91 jours ou plus. Données jusqu'en septembre 2009.

la consommation. Les IFFR sélectionnées sont les suivantes : BRI, Danamon, Compartamos, Financiera Independencia, African Bank, IPF, First Cash Financial et Panamericano. Notons que deux IFFR, First Cash et Panamericano, ont été ajoutées cette année à l'indice, en vue d'élargir son étendue.

First Cash Financial est le deuxième opérateur de magasins de prêt sur gage du Mexique et le troisième des États-Unis. Il s'agit d'une institution hybride, à la fois fournisseur de crédits à la consommation à court terme entièrement garantis et détaillant de prêts sur gage à taux d'intérêt faible. En septembre 2009, elle possédait des actifs totaux d'un montant de 279 millions USD. Cotée au Nasdaq, elle présente un volume quotidien moyen d'échanges de l'ordre de 4,0 millions USD.

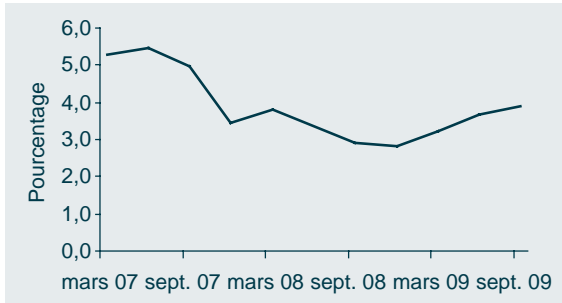
Banco Panamericano est une banque réglementée située au Brésil qui propose des crédits à la consommation. En septembre 2009, ses actifs totaux atteignaient 5,9 milliards USD, tandis que le montant total de ses prêts s'élevait à 4,5 milliards USD. La composition de son portefeuille de prêts est la suivante : 55 % de prêts auto, 24 % de cartes de crédit et 13 % de prêts sur salaire. La taille moyenne du prêt est de 4 000 USD. Cotée à la Bourse de São Paulo (Bovespa), la société présente un volume quotidien moyen d'échanges de 2,8 millions USD.

Figure 16. Le ratio de crédit improductif des banques mexicaines est passé de 2,1 % en juin 2008 à 3,0 % en septembre 2009



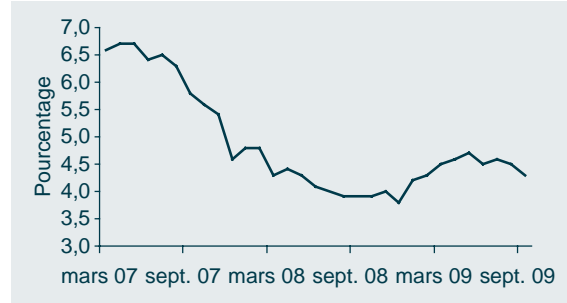
Source : Banco de Mexico, données jusqu'en octobre 2009.

Figure 17. Le ratio de crédit improductif de la BRI est passé de 3,4 % en juin 2008 (avant la crise) à 3,9 % en septembre 2009



Source : données de la société. Ratio de crédit improductif = nombre de prêts en retard de 91 jours ou plus. Données jusqu'en septembre 2009.

Figure 18. Le ratio de crédit improductif des banques indonésiennes est passé de 4,1 % en juin 2008 à 4,3 % en septembre 2009



Source : Central Bank of Indonesia, CEIC. Ratio de crédit improductif = nombre de prêts en retard de 91 jours ou plus. Données jusqu'en septembre 2009.

Les IFFR ont surpassé les banques traditionnelles et s'échangent 1 % en dessous de leur pic de 2007

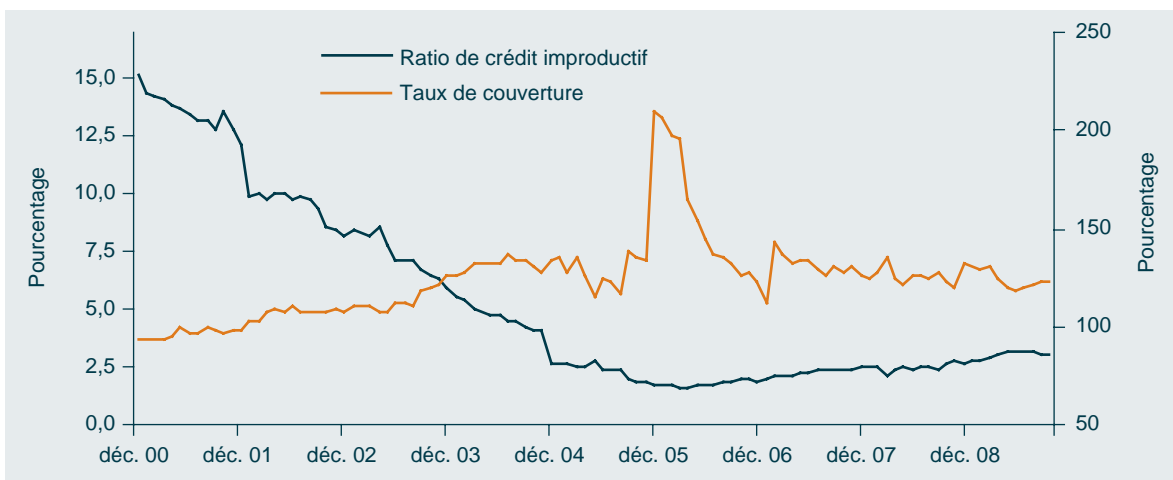
Selon une étude des performances historiques de l'indice, celui-ci affiche des résultats excellents par rapport aux banques des marchés émergents et aux banques traditionnelles sur les marchés mondiaux.

Dans la figure 21, nous avons examiné *a posteriori* l'indice depuis novembre 2003 avec le premier

ensemble de quatre IFFR (African Bank, BRI, Danamon et First Cash Financial). À mesure que les IFFR sont entrées en Bourse, l'indice en a incorporé d'autres : Compartamos (avril 2007), IPF (juillet 2007), Independencia et Panamericano (novembre 2007). Sur le long terme, l'indice surpasse les banques traditionnelles de 714 %, comme en témoigne la courbe de l'indice MSCI Financials.

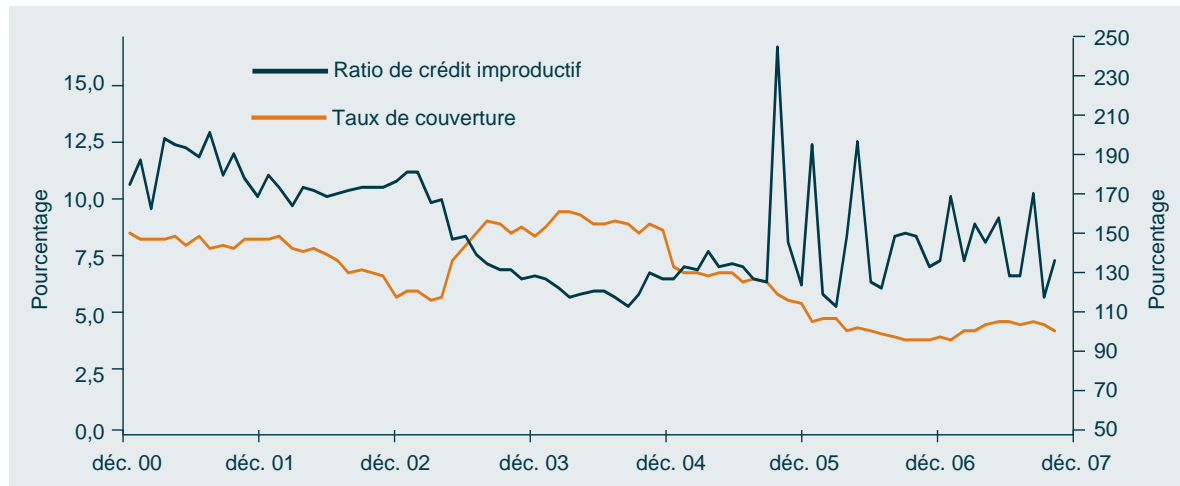
Au 10 novembre 2003, l'indice avait une base de 100. Depuis son pic à 801 le 2 novembre 2007,

Figure 19. Mexique : les ratios de crédit improductif ont baissé et le taux de couverture reste supérieur à 120 %



Source : Banco de Mexico, données jusqu'en octobre 2009.

Figure 20. Indonésie : le ratio de crédit improductif a baissé et le taux de couverture a atteint 135 % en septembre 2009



Source : CEIC, données jusqu'en septembre 2009.

il a évolué au même rythme que l'indice MSCI World Financials jusqu'en octobre 2008. Depuis, il a fortement rebondi et s'échange désormais à une valeur proche de son pic.

La figure 23 illustre la performance de l'indice des IFFR par rapport à celle de l'indice MSCI World Financials depuis la faillite de Lehman en septembre 2008. L'indice des IFFR a rebondi nettement au-dessus de son niveau d'avant septembre 2008, compensant ainsi les pertes des 14 derniers mois. Depuis le début de la crise, il a surpassé l'indice MSCI World Financials de 79 %. Les institutions qui ont le plus contribué à la performance sont Compartamos et BRI, dont les actions sont les plus liquides de l'indice.

Malgré la surperformance, l'indice des IFFR s'échange toujours avec une décote par rapport aux banques traditionnelles

L'indice des IFFR s'échange avec une décote de 13-23 % par rapport aux banques traditionnelles

Le tableau ci-dessous indique que l'indice des IFFR s'échange avec une décote en termes de

PER : les IFFR s'échangent à 12,4 fois le bénéfice prévisionnel, les banques traditionnelles à 16,2 fois cette valeur. La croissance du bénéfice par action (BPA) est toutefois similaire, en moyenne, pour les IFFR et les banques traditionnelles (environ 28-29 %), ce qui suggère que les IFFR s'échangent à un multiple inférieur, toutes choses étant égales par ailleurs. Cela représente une décote approximative de 23 % pour les IFFR par rapport aux banques traditionnelles.

De plus, bien qu'ayant un ROE moyen supérieur à celui des banques traditionnelles (22 % en 2010E-11E contre 19 %), l'indice des IFFR s'échange avec une décote par rapport à ces dernières en termes de PBR. Les IFFR s'échangent avec une décote de 13 % par rapport aux banques traditionnelles, avec un PBR de 2,6 x, contre 3,0 x pour les banques traditionnelles.

La figure 24 illustre la corrélation entre le ROE et le PBR pour environ 130 banques réparties dans le monde entier. L'indice des IFFR s'échange actuellement à 2,6 fois la valeur comptable 2010e, pour un ROE moyen en 2009-2010 de 22 %. Ce résultat suggère que la valorisation actuelle de l'indice est juste, tandis que la valorisation

Tableau 11. Les huit institutions de l'indice des IFFR

First Cash Financial	États-Unis/Mexique
Compartamos	Mexique
Financiera Independencia	Mexique
Banco Panamericano	Brésil
IPF	Mexique/Europe de l'Est
BRI	Indonésie
Danamon	Indonésie
African Bank	Afrique du Sud

Source : J.P. Morgan. Nous indiquons la région où l'institution a la plus large présence.

moyenne des banques à l'échelle mondiale est supérieure à la tendance.

Conclusion

Un peu plus d'un an après la faillite de Lehman Brothers, nous sommes optimistes quant à la capacité du secteur de la microfinance à se remettre de la crise financière.

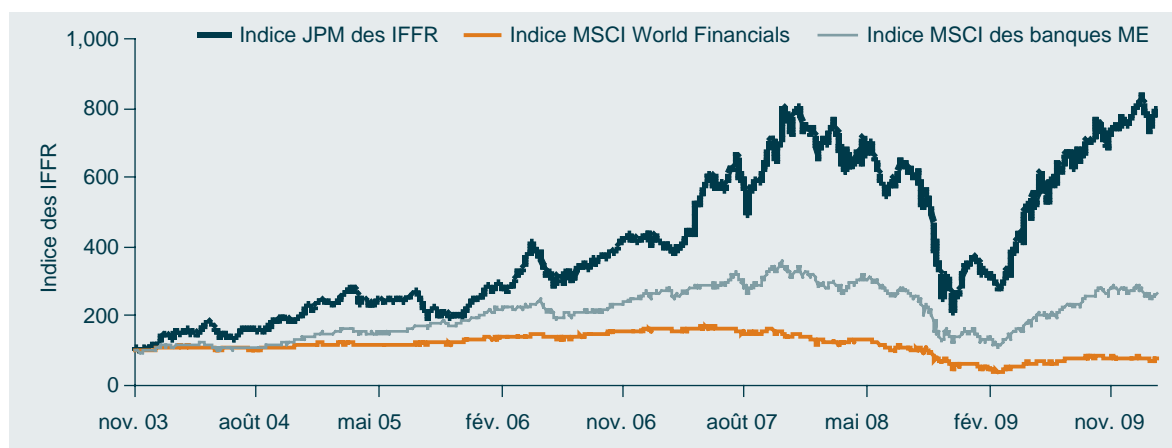
Fin 2008, lorsque la crise a éclaté, la préoccupation majeure concernait la contraction des liquidités : on craignait que les IMF ne soient plus en mesure de refinancer leur dette. Une grande partie du secteur a évité une telle

situation dans la mesure où le marché du crédit servant les IMF s'est redressé rapidement et où les investisseurs en microfinance n'ont pas délaissé cette classe d'actifs. Néanmoins, la crise a révélé certains problèmes structurels et faiblesses opérationnelles, et le risque de crédit est désormais devenu la première inquiétude des investisseurs et des IMF (Lascelles, 2009).

Certains marchés en plein essor qui connaissaient depuis quelques années une croissance effrénée, tels que le Nicaragua et la Bosnie-Herzégovine, ont été confrontés à des crises d'impayés de grande ampleur. Et pour la première fois en 30 ans d'existence du secteur, la majorité des IMF dans le monde ont accusé simultanément une chute significative de la qualité de l'actif, ce qui a eu un impact sur leur rentabilité. Néanmoins, à quelques exceptions près, les IMF ont relativement bien maîtrisé cette crise d'impayés jusqu'à présent. Pour ce faire, elles ont limité leur croissance, utilisé leurs provisions pour créances douteuses excédentaires et préservé leur capital.

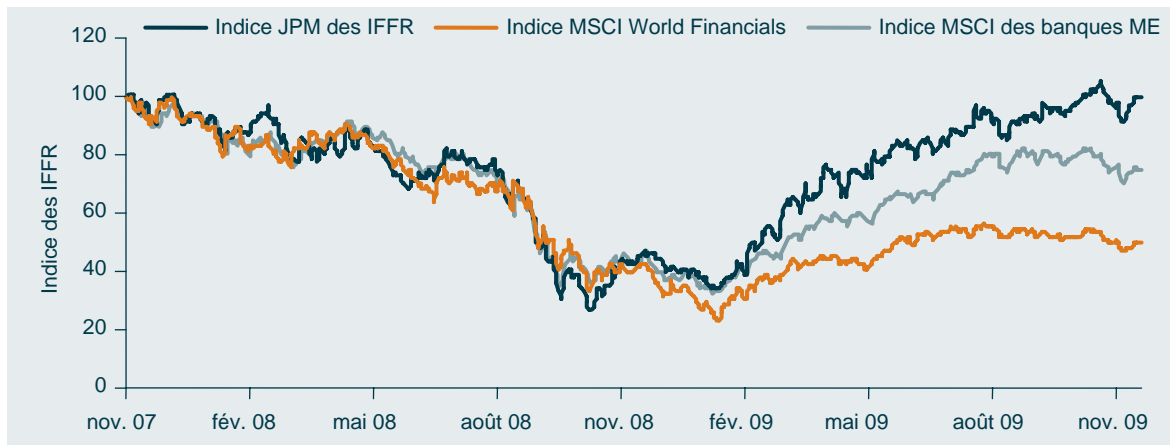
Le ralentissement ayant apparemment atteint son plus bas niveau dans les derniers mois de 2009, la plupart des IMF sont bien positionnées pour 2010. Elles sont donc susceptibles de

Figure 21. L'indice des IFFR surpasse les banques sur le long terme



Source : Bloomberg, J.P. Morgan. Base = 100 au 10 novembre 2003. À l'origine, l'indice n'était composé que de quatre institutions (BRI, Danamon, African Bank et First Cash Financial). Il a intégré les quatre autres IMF (Compartamos, Financiera Independencia, Panamericano et IPF) lorsqu'elles sont entrées en Bourse en 2007. Cours au 23 février 2010.

Figure 22. Les IFFR s'échangent 1 % en dessous de leur pic de décembre 2007

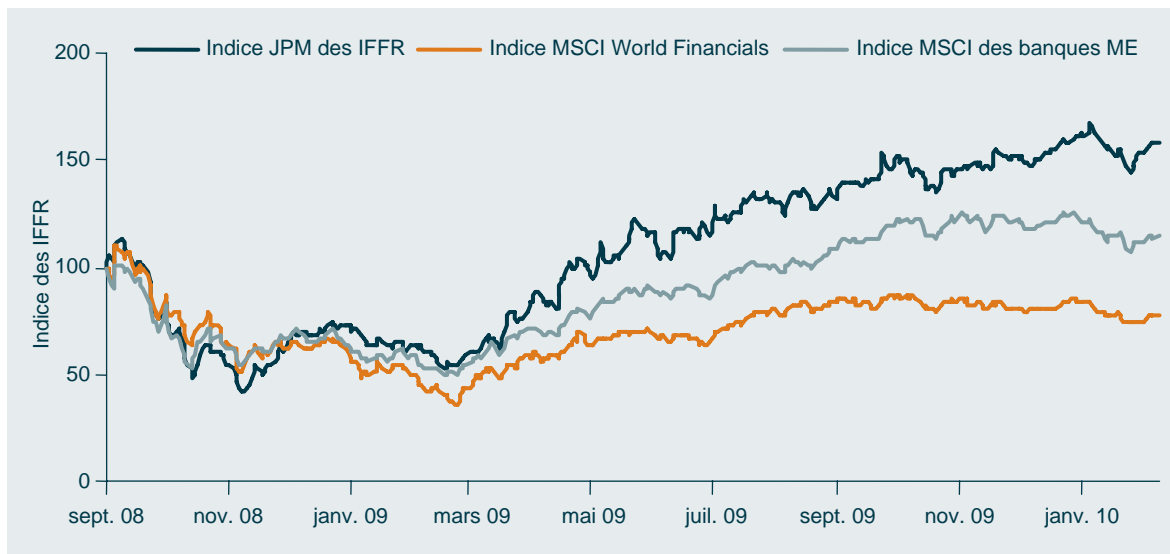


Source : Bloomberg, J.P. Morgan. Base = 100 au 10 novembre 2007. Cours au 23 février 2010.

repandre leur croissance, mais avec une gestion des risques renforcée et des stratégies de croissance plus prudentes. Pour quelques institutions vulnérables, en revanche, les crédits improductifs et un grand nombre de crédits restructurés devront être passés en perte. De telles opérations pourront exiger des fonds propres supplémentaires et des restructurations importantes. Quelques cas de fusions dans l'urgence, voire de liquidations, sont possibles.

En ce qui concerne le capital-investissement, nous estimons que les valorisations continueront d'être soutenues par un vaste ensemble d'investisseurs privés et publics s'engageant à long terme dans cette classe d'actifs. Sur le marché privé, la plupart des transactions resteront de l'ordre de 1,5 à 2,5 fois la valeur comptable, même si quelques IMF en difficulté cherchant à lever des fonds de manière urgente seront probablement valorisées à des multiples

Figure 23. L'indice des IFFR a surpassé de 79 % l'indice MSCI World Financials depuis la faillite de Lehman (15 septembre 2008)



Source : Bloomberg, J.P. Morgan. Base = 100 au 15 septembre 2008. Cours au 23 février 2010.

Tableau 12. Résumé des valorisations : comparaison entre notre indice et les banques traditionnelles

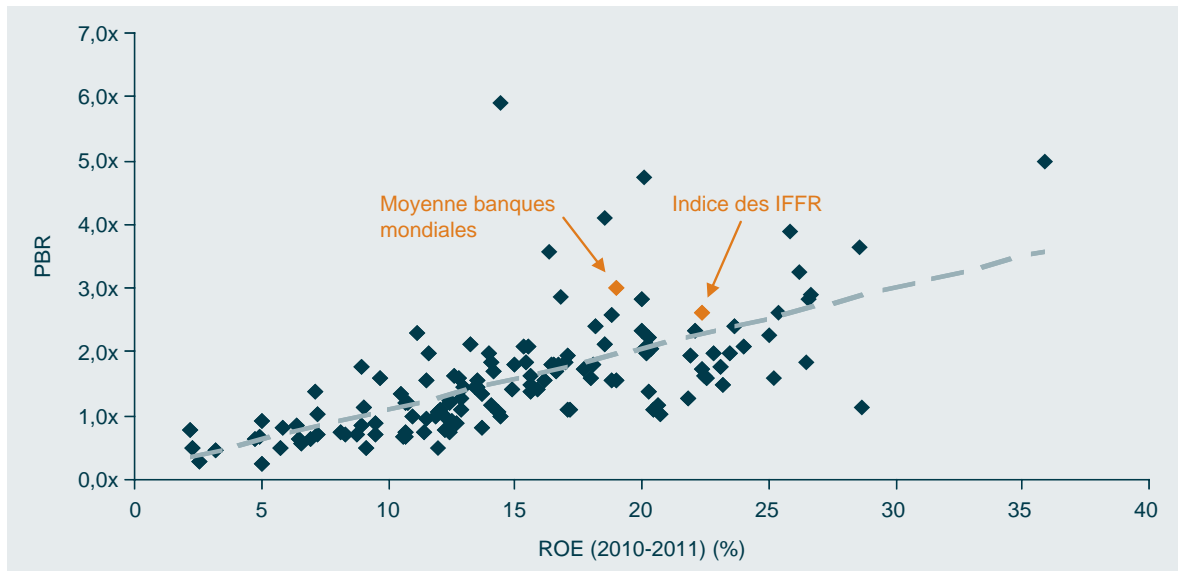
Société	Symbole boursier	Pays de cotation	Cap. Bours. (mio. USD)	VOME 3M (mio. USD)	Prix local	PER		PBR		ROE		TCAM BPA 09-11E
						10E	11E	10E	11E	10E	11E	
African Bank	ABL SJ	Afrique du Sud	3 155	12,8	2 420,0	8,5	6,2	1,5	1,4	18 %	23 %	32 %
Banco Panamericano	BPNM4 BZ	Brésil	1 456	2,8	10,9	10,6	8,7	1,5	1,3	17 %	17 %	37 %
BRI	BBRI IJ	Indonésie	9 858	10,9	7 450,0	10,6	8,9	2,8	2,4	28 %	29 %	23 %
Compartamos	COMPARTO MM	Mexique	2 151	3,1	65,0	15,3	12,6	5,1	3,9	38 %	34 %	20 %
Danamon	BDMN IJ	Indonésie	4 636	4,2	5 150,0	15,4	12,4	2,4	2,2	16 %	19 %	32 %
First Cash Financial	FCFS US	États-Unis/Mexique	634	4,0	21,3	13,0	10,9	2,4	2,0	19 %	18 %	17 %
Fin. Independencia	FINDEP*	Mexique	637	0,2	11,5	14,2	9,6	3,3	2,5	26 %	31 %	34 %
IPF	IPF LN	Royaume-Uni	811	1,1	204,2	9,0	7,4	1,8	1,4	18 %	19 %	37 %
Indice des IFFR					12,4	9,9	2,6	2,2	2,1	24 %	29 %	29 %
						10E	11E	10E	11E	10E	11E	09-11E
Afrique	10,9	8,3	1,8	1,7	15 %	18 %	0 %	1,8	1,7	15 %	18 %	0 %
Asie Pacifique développée	22,4	19,2	3,5	3,0	15 %	16 %	20 %	3,5	3,0	15 %	16 %	20 %
Asie Pacifique émergente	13,4	10,9	3,1	2,3	21 %	23 %	25 %	3,1	2,3	21 %	23 %	25 %
Europe développée	12,0	8,5	0,5	0,5	9 %	11 %	27 %	0,5	0,5	9 %	11 %	27 %
Europe émergente	10,7	6,5	1,7	1,5	17 %	22 %	72 %	1,7	1,5	17 %	22 %	72 %
Amérique latine	14,2	10,2	2,7	2,0	20 %	20 %	17 %	2,7	2,0	20 %	20 %	17 %
Moyenne pondérée par la cap. boursière pour les banques couvertes par J.P. Morgan	16,2	13,2	3,0	2,4	18 %	20 %	28 %	3,0	2,4	18 %	20 %	28 %

Source : Bloomberg, données des sociétés, estimations de J.P. Morgan. VOME = volume quotidien moyen des échanges sur les trois derniers mois. Cours au 23 février 2010.

Remarques concernant l'indice des IFFR : il s'agit d'un indice pondéré par la capitalisation boursière. Nous avons utilisé les consensus de Bloomberg pour toutes les actions mentionnées dans ce tableau, sauf pour First Cash Financial pour laquelle nous avons eu recours aux estimations de J.P. Morgan concernant la valeur comptable par action. Concernant la BRI, nous avons réduit à un quart son poids dans l'indice, car son portefeuille de microfinance ne représente que 25 % environ de son portefeuille total de prêts.

Remarque concernant les banques des marchés émergents : nous présentons des moyennes pondérées par la capitalisation boursière pour les banques couvertes par les analystes de J.P. Morgan, ce qui représente un échantillon de plus de 150 banques sur tous les marchés émergents.

Figure 24. Régression du ROE et des multiples PBR pour les banques traditionnelles à l'échelle mondiale. La corrélation atteint le niveau important de 71 %



Source : estimations de J.P. Morgan, Bloomberg. Cours au 23 février 2010. L'axe du PBR utilise le cours actuel divisé par la valeur comptable par action fin 2010. L'axe du ROE utilise la moyenne du ROE pour ces institutions pour 2010e et 2011e.

inférieurs. La qualité de l'actif et la structure de financement, de même que la gestion et la gouvernance, resteront certainement les principaux critères des investisseurs. Dans le même temps, nous pensons que les investisseurs en microfinance devront se montrer plus sélectifs que par le passé.

Les introductions en Bourse d'IMF devraient reprendre dans les prochains mois. En 2010, l'entrée en Bourse de SKS, première IMF d'Inde, serait un jalon important dans la mesure où elle préparerait le terrain pour d'autres entrées en Bourse dans le secteur. Selon son issue, il est très probable qu'elle braque encore davantage les projecteurs sur le secteur du microcrédit indien et qu'elle déclenche un nouveau débat sur la rentabilité et l'impact social des IMF.

Étant donné l'environnement actuel, les valorisations des IMF pourront être volatiles à court terme. Mais, selon nous, les perspectives à moyen terme pour les investissements en titres de participation en microfinance demeurent positives. Pour les investisseurs s'engageant à long terme dans la microfinance, aussi

bien financièrement que socialement, nous sommes d'avis que 2009 s'imposera comme une importante phase de transition. En effet, les enseignements et les ajustements de cette année aideront le secteur de la microfinance à jeter les fondements d'une croissance plus solide et plus durable.

Bibliographie

Bhadra, Sagar. 2009. "Microfinance sector losing sheen due to high valuations". *The Hindu Business Line*, 18 août 2009.

Chen, G., Rasmussen, S. et Reille, X., *Growth and Vulnerabilities in Microfinance*, Focus Note 61, Washington, D.C. : CGAP, 2010. (Existe en français sous le titre « Croissance et vulnérabilités en microfinance ».)

CRISIL Ratings, *India Top 50 Microfinance Institutions*, Mumbai. CRISIL Ratings, octobre 2009.

Economic Times, "Blackstone, Carlyle eye microfinance firms", *The Economic Times, India*, 12 octobre 2007.

González, A., *Resilience of Microfinance Institutions to National Macroeconomic Events: An Econometric Analysis of MFI Asset Quality*, MIX Discussion Paper N° 1. Washington, D.C. : MIX, juillet 2007.

Krauss, N. et Walter, I., "Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?", N.Y. : New York University, 18 février 2008.

Lascalles, D., *Microfinance Banana Skins 2009: Confronting crisis and change*, Londres : Center for the Study of Financial Innovation, 2009.

Littlefield, E. et Kneiding, C., *The Global Financial Crisis and Its Impact on Microfinance*, Focus Note 52, Washington, D.C. : CGAP, février 2009. (Existe en français sous le titre « La crise financière mondiale et son impact sur la microfinance ».)

M-CRIL, *M-CRIL Microfinance Analytics 2009*, Gurgaon, Inde : M-CRIL, 2009.

Microcapital Monitor, "Indian MFIs Agree to Voluntary Credit Code Enforced by Microfinance India Network (MFIN) and Take Equity Stake in Credit Information Bureau", *Microcapital Monitor*, 29 décembre 2009. <http://www.microcapital.org/microcapital-brief-indian-mfis-agree-to-voluntarycredit-code-enforced-by-microfinance-indianetwork-mfin-and-take-equity-stake-in-creditinformation-bureau>.

Patten, R. et al., "Microfinance Success Amidst Macroeconomic Failure: The Experience of Bank Rakyat Indonesia During the East Asian Crisis", *World Development*, vol. 29, n° 6, p. 1057-1069, 2001.

Rhyne, E., *Commercialization and Crisis in Bolivian Microfinance*, Washington, D.C. : Development Alternatives Inc., 2001.

Srinivasan, N., *Microfinance India: State of the Sector 2009*, New Delhi : SAGE Publications, 2009.

Annexe I. Glossaire

La qualité de l'actif, dans ce contexte, désigne la qualité des actifs (prêts) inscrits au bilan d'une institution financière. Elle est basée sur la probabilité que le principal et les intérêts d'un prêt soient remboursés dans les délais impartis. Une faible qualité de l'actif signifie que l'institution doit constituer des provisions pour couvrir d'éventuelles pertes sur créances irrécouvrables.

Les institutions financières de développement (IFD) sont les filiales privées d'agences de coopération bilatérales et multilatérales publiques telles que la Banque mondiale. Leur but est de réaliser des investissements et de fournir des services de conseil en vue de favoriser le développement du secteur privé dans les pays en développement. Elles incluent des organisations multilatérales, telles que la SFI (Société financière internationale, filiale de la Banque mondiale), et des institutions financières bilatérales, telles que la KfW allemande (Kreditanstalt für Wiederaufbau).

Les IFD ont été parmi les premiers investisseurs à entrer au capital des IMF. La plupart ont commencé à financer la microfinance à la fin des années 1990, à la suite de la période de subvention du secteur par les bailleurs de fonds depuis les années 1970. Les IFD introduisent une approche plus commerciale en offrant aux IMF des prêts à des conditions proches de celles du marché, des participations au capital et des garanties. En 2008, 16 IFD opéraient dans le domaine de la microfinance. Supérieur à 4,8 milliards USD, leur portefeuille total de microfinance a progressé de 24 % en 2008. Concentrés sur les plus grandes IMF, les investissements des IFD se font généralement en produits de dette (62 %). Mais leurs investissements en titres de participation augmentent également et ont atteint 16 % d'après les données les plus récentes. Parmi ces derniers, 57 % affluent vers l'Europe et l'Asie centrale. Selon l'enquête 2009 du CGAP sur les sources de financement de la microfinance, cinq institutions (la KfW, la BERD, ACTED, la SFI et la FMO) représentent 74 % des financements des IFD.

Les institutions financières ciblant les personnes à faibles revenus (IFFR) sont des institutions commerciales cotées en Bourse opérant sur les mêmes marchés que les IMF. Elles fournissent des services financiers (crédits à la consommation, prêts aux microentreprises, services de paiement et produits d'assurance) aux segments de la population à faibles revenus généralement similaires à ceux visés par la microfinance. Dans de nombreux cas, elles n'ont pas nécessairement d'objectif social explicite. Bien qu'elles présentent un profil de risque et de rendement différent et que leurs portefeuilles de prêts incluent généralement davantage de crédits à la consommation que de crédits aux microentreprises, ces institutions n'en demeurent pas moins des éléments de comparaison intéressants pour les IMF.

Les institutions de microfinance (IMF) offrent des microcrédits spécifiquement destinés à des emprunteurs à faibles revenus qui sont le plus souvent des travailleurs indépendants ou des propriétaires de petites entreprises informelles plutôt que des travailleurs salariés. La taille des prêts est faible (en moyenne, 3 000 USD en Europe et en Asie centrale²⁰ et moins de 1 000 USD ailleurs), et les prêteurs ont recours à des méthodologies de crédit qui ne sont généralement pas assorties de garanties classiques. La plupart des 1 300 institutions qui communiquent leurs données au MixMarket – la plateforme d'informations du secteur – ont pour produit principal le crédit aux microentreprises, mais elles sont de plus en plus nombreuses à proposer aussi d'autres types de prêts, tels que des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation pour les salariés, et des comptes d'épargne. Les formes juridiques des IMF sont variées, des mutuelles de crédit aux banques réglementées en passant par les ONG et les institutions financières formelles non bancaires. Beaucoup d'entre elles ont de moins en moins recours aux subventions des bailleurs de fonds, préférant se tourner vers des capitaux commerciaux (en général, des produits de dette, des dépôts et des investissements en titres de participation). La

20. « Moyenne du MicroBanking Bulletin pour 2007 », www.mixmarket.org.

majorité des IMF considèrent qu'elles poursuivent un double objectif de résultat, visant à la fois la rentabilité financière et l'impact social.

Les véhicules d'investissement en microfinance (VIM) sont des fonds ou des instruments d'investissement spécialisés en microfinance servant d'intermédiaires financiers entre investisseurs et IMF. En décembre 2008, on dénombrait 103 VIM en opération, pour un montant total d'actifs en gestion de 6,6 milliards USD. Les VIM regroupent une gamme d'organisations variées en termes de base d'investisseurs, d'instruments et de formes juridiques. La principale catégorie de VIM comprend des fonds communs de placement réglementés à revenu fixe (actifs moyens : 161 millions USD). Les investissements réalisés par les VIM ont quadruplé depuis 2005, et cette tendance à la hausse se poursuit. Les investisseurs individuels ont été les premiers bailleurs des VIM et représentent toujours un tiers de leur financement. Les IFD comptent aussi parmi les utilisateurs précoces de ces véhicules et ont contribué à la création de plusieurs d'entre eux, comme le fonds d'actions ProFund. Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels apportent la plus forte proportion de leur financement, à hauteur de 42 %. Les VIM investissent principalement dans des produits à revenu fixe (75 %) dans de grandes IMF d'Europe de l'Est et d'Amérique latine. Néanmoins, les investissements en titres de participation progressent rapidement (+ 47 % en 2008) et ont franchi la barre du milliard USD en 2008. Selon l'enquête sur les VIM 2009 du CGAP, le rendement moyen des fonds de capital-risque en microfinance est de 10,5 % (taux de rentabilité actuariel brut moyen pour deux fonds de 1999 et 2003).

Les institutions financières non bancaires (IFNB) offrent des services similaires à ceux des banques mais ne sont pas agréées sous la même catégorie. Cette différence peut être due à des exigences en capital plus faibles, à des restrictions en termes d'offre de services financiers, ou à la supervision

par une agence publique distincte. Dans certains pays, il s'agit d'une catégorie spécifiquement créée pour les IMF.

Le crédit improductif est un terme souvent utilisé par les banques pour représenter le niveau d'impayés. La définition précise du crédit improductif est généralement spécifiée par l'autorité de réglementation locale qui chapeaute les institutions bancaires. C'est pourquoi elle varie fortement selon les pays et les régions.

Le portefeuille à risque (PAR) correspond à la valeur de tous les prêts en cours pour lesquels un ou plusieurs remboursements (intérêts ou principal) sont en retard de plus d'un nombre donné de jours (par exemple : PAR30 = prêts en retard depuis plus de 30 jours). Le capital restant dû de ces prêts est exprimé en pourcentage de l'encours de crédits brut, c'est-à-dire de l'ensemble des prêts à jour, en retard et renégociés, mais hors abandons de créances. Il s'agit de la définition utilisée par l'indice Sym50. Notez que la définition du MIX ajoute au numérateur le principal non payé des prêts restructurés ou rééchelonnés.

Les prêts restructurés/rééchelonnés/reprogrammés sont des prêts pour lesquels le calendrier de remboursement, le taux d'intérêt et/ou le capital restant dû ont été renégociés avec l'emprunteur.

L'investissement socialement responsable (ISR) est un terme générique recouvrant les investissements éthiques, responsables et durables permettant aux investisseurs de concilier leurs objectifs financiers avec leurs préoccupations en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG). Les investisseurs socialement responsables ont à leur disposition une large gamme de stratégies, notamment l'exclusion éthique, le filtrage négatif ou positif et l'engagement des actionnaires. Des investisseurs institutionnels, tels que des caisses de retraite

intégrant des facteurs ESG à leurs décisions d'investissement, font partie du vaste marché de l'ISR. Selon l'étude Eurosif 2008 de l'ISR, ce marché est estimé à 5 billions d'euros, dont 2 billions aux États-Unis et 2,6 billions en Europe.

Les abandons de créances sont des prêts jugés irrécouvrables et sortis du bilan (passés en perte).

D'un point de vue comptable, un abandon de créance réduit la valeur comptable côté actif et les provisions pour créances douteuses côté passif. Si les provisions ne suffisent pas à couvrir les pertes sur crédits, les fonds propres sont entamés. Les abandons de créances peuvent être exprimés en termes absolus ou en pourcentage de l'encours de crédits brut.

Annexe II. Méthodologie et ensembles de données pour les transactions privées

L'échantillon couvre 200 transactions qui ont eu lieu entre janvier 2005 et septembre 2009 (dont 56 entre septembre 2008 et septembre 2009) pour une valeur totale légèrement supérieure à 520 millions USD.

Les données concernant ces transactions ont été collectées et traitées par le CGAP, puis communiquées à J.P. Morgan sous une forme agrégée. L'objectif était de préserver la confidentialité des données sous-jacentes. La totalité des tableaux du CGAP contenant des données agrégées sur les multiples de valorisation sont disponibles sur son site web (www.cgap.org).

Nous avons étudié les multiples historiques, c'est-à-dire le PER et le PBR historiques (également appelés « multiples glissants »). Mais cette année, nous avons étendu notre analyse aux multiples prévisionnels.

Durant ce cycle d'enquête, nous avons collecté des données sur une centaine de transactions individuelles, dont seulement 56 ont été intégrées à notre échantillon. Nous avons ignoré les transactions si elles étaient exécutées à la valeur nominale, c'est-à-dire si nous ne pouvions compter sur un processus de valorisation sous-jacent, ou si elles faisaient partie d'une opération de conversion de prêts en fonds propres. Lors de l'analyse des multiples de notre échantillon, nous avons éliminé les valeurs aberrantes suivantes : (1) multiples négatifs, (2) PBR supérieurs à 10^{21} et (3) PER supérieurs à 40.

Les transactions qui impliquaient plusieurs parties et pour lesquelles la valorisation avait manifestement été réalisée conjointement ont été considérées comme une seule transaction. Cette méthode évite le biais potentiel provoqué par le fait d'entrer plusieurs fois les mêmes informations dans la base de données.

Les multiples que nous présentons sont tous « post-money », c'est-à-dire basés sur le nombre d'actions et les données financières de l'IMF **après** la transaction. Nous ne sous-entendons pas par là que les multiples « post-money » représentent la norme du secteur. En fait, un grand nombre de gestionnaires de fonds s'appuient sur des multiples « pre-money » pour prendre leurs décisions. Notre objectif est simplement de rendre comparables les données concernant les transactions.

Pour présenter les données de cette année, nous avons procédé à un découpage par année civile, 2009 comprenant les trois premiers trimestres de l'année. Cette fois, nous incluons également les multiples prévisionnels pour mieux illustrer les attentes de croissance des investisseurs.

Ce rapport ne présente des données agrégées que lorsque cinq observations sous-jacentes au moins étaient disponibles pour chacune d'elles. Les cas pour lesquels le nombre d'observations était inférieur sont indiqués dans ce rapport par la mention « ND ».

21. Il s'agit d'une modification par rapport à la méthode de l'année dernière, qui incluait des PBR jusqu'à une valeur de 20. Nous avons décidé d'abaisser ce plafond pour créer un échantillon plus stable et plus fiable. Les variations mineures par rapport aux chiffres du rapport de l'année dernière peuvent être attribuées à cette nouvelle règle.

Tableau 13. Montant de la transaction

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<500 k\$	8,7	7,2	1,7	1,4	73
500 k\$ - 1 mio. \$	9,4	7,4	1,7	1,4	36
1 mio. \$ - 2 mio. \$	7,8	4,8	1,6	1,3	31
>2 mio. \$	14,1	13,0	3,5	2,6	38

Source : CGAP.

Tableau 14. Capitalisation boursière

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<5 mio. \$	9,3	6,6	1,8	1,6	71
5 mio. \$ - 10 mio. \$	10,0	7,6	1,6	1,3	35
10 mio. \$ - 20 mio. \$	8,1	6,9	1,7	1,3	38
>20 mio. \$	12,9	12,2	3,4	2,3	39

Source : CGAP.

Tableau 15. Type d'acheteur

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
VIM	10,0	7,5	2,1	1,4	100
IFD	11,2	7,3	2,3	1,8	40
Autre	8,9	7,9	1,9	1,8	34

Source : CGAP.

Tableau 16 Étendue – nombre d'emprunteurs

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
Petite	11,5	9,8	1,6	1,6	41
Moyenne	10,9	7,6	1,7	1,4	31
Grande	9,1	7,5	2,4	1,8	89

Source : CGAP. Petite <10 000 emprunteurs, moyenne =10 000-30 000 emprunteurs, grande >30 000 emprunteurs.

Tableau 17. Niveau – actifs totaux

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
Niveau 1	9,7	7,8	2,6	2,1	49
Niveau 2	10,2	7,9	2,0	1,5	59
Niveau 3	9,9	6,6	1,7	1,5	56

Source : CGAP. Niveau 1=actifs >100 mio. USD, niveau 2=actifs 15-100 mio. USD, niveau 3=actifs<15 mio. USD.

Tableau 18. Âge de l'IMF

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
Nouvelle	16,9	13,8	2,3	1,8	36
Jeune	11,2	7,6	2,1	1,7	41
Mature	9,0	7,4	2,0	1,4	84

Source : CGAP. Nouvelle = 0-6 ans, jeune = 6-10 ans, mature >10 ans.

Tableau 19. Efficience

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<10 %	6,6	6,8	3,3	1,9	4
10 %-20 %	8,3	7,3	1,8	1,4	76
20 %-30 %	12,4	11,8	1,5	1,4	14
>30 %	11,5	9,1	2,5	1,7	57

Source : CGAP. Charges d'exploitation/encours de crédits brut moyen pour la période.

Tableau 20. Qualité de l'actif – PAR 30

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<1 %	9,8	7,9	2,4	1,8	68
1 %- 3 %	9,4	6,9	2,0	1,4	52
>3 %	10,3	7,8	1,7	1,4	40

Source : CGAP. Solde restant dû (principal et intérêts) des prêts pour lesquels au moins un remboursement est en retard depuis plus de 30 jours/encours de crédits brut.

Tableau 21. Intermédiation financière – épargne/total actifs

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
Pas d'IF	9,8	7,3	2,0	1,4	68
IF faible	9,9	6,6	2,6	1,9	47
IF élevée	10,1	8,4	1,8	1,5	68

Source : CGAP. Pas d'IF = épargne volontaire/total actifs =0, IF moyenne = épargne volontaire/total actifs >0 et <20 %, IF élevée= épargne volontaire/total actifs >20 %.

Tableau 22. Levier financier – dettes/fonds propres

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<3	12,8	10,5	2,1	1,7	38
3-6	9,7	7,6	1,9	1,4	59
>6	9,1	7,5	2,2	1,8	67

Source : CGAP. Total dettes/total fonds propres.

Tableau 23. Portée – solde moyen de prêt

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<50 %	10,7	7,3	2,6	1,7	57
50 %-150 %	9,1	7,9	2,0	1,7	51
>150 %	10,3	8,1	1,6	1,4	56

Source : CGAP. Solde moyen de prêt par emprunteur/RNB par habitant.

Tableau 24. Portée – solde moyen d'épargne

	PER historique		PBR historique		Échantillon
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
<50 %	11,3	7,3	2,9	2,3	31
50 %-100 %	9,0	8,9	1,6	1,4	42
>100 %	8,2	5,6	1,5	1,3	28

Source : CGAP. Charges d'exploitation/encours de crédits brut moyen pour la période.

Tableau 25. Résultats de la régression

	PER historique	PBR historique
Dettes/fonds propres	non	non
Ratio des charges d'exploitation (log)	non	non
PAR30	non	non
Croissance du RN	+	+
ROE	-	non
Âge	-	-
Encours de crédits brut (log)	+	non
Montant de la transaction	+	+
R carré	10,3 %	19,6 %
	PER prévisionnel	PBR prévisionnel
Dettes/fonds propres	non	non
Ratio des charges d'exploitation (log)	+	+
PAR30	-	non
Croissance du RN	non	non
ROE	-	non
Âge	-	-
Encours de crédits brut (log)	+	non
Montant de la transaction	+	+
R carré	8,7 %	16,3 %

Source : Ratio des charges d'exploitation = charges d'exploitation/prêts. Tous les modèles sont spécifiés comme des régressions Tobit (censurées à gauche) et incluent des variables muettes régionales pour l'Afrique, l'Asie et l'Europe/Asie centrale (les pays d'Amérique latine représentent la catégorie omise).

Remarque : le signe + indique un effet positif significatif, le signe - indique un effet négatif significatif, la mention « non » indique qu'il n'y a aucun effet significatif. Certaines variables ont été linéarisées (« log ») pour une meilleure correspondance avec le modèle.

Annexe III. Liste des participants

Le CGAP remercie les organisations suivantes pour leur participation à l'enquête confidentielle 2009 sur les transactions de capital-investissement.

- Aavishkaar Goodwell
- ACCION Microfinance Bank Limited
- Advans
- Belgian Investment Company for Developing Countries SA/NV (BIO)
- Blue Orchard
- European Fund for Southeast Europe (EFSE)
- Incofin Investment Management
- India Financial Inclusion Fund (IFIF)
- Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW)
- Mecene Investment/Africap
- MicroVest II, LP
- Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V. (FMO)
- Norwegian Investment Fund for Developing Countries (Norfund)
- Oikocredit
- Omidyar Tufts Microfinance Fund (OTMF)
- Opportunity International
- Proparco
- Solidarité Internationale pour le Développement et l'Investissement (SIDI)
- Triodos Investment Management BV
- XacBank

Nous vous encourageons à partager cette *Étude spéciale* avec vos collègues ou à nous contacter pour recevoir des exemplaires supplémentaires de ce numéro ou d'autres de la même série.

Nous vous invitons à nous faire part de vos commentaires sur cet article.

Toutes les publications du CGAP sont disponibles sur son site : www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, D.C.
20433 États-Unis

Tél. : 202-473-9594
Fax : 202-522-3744

E-mail:
cgap@worldbank.org

© CGAP, 2010

Cette *Étude spéciale* a été rédigée par Xavier Reille, Christoph Kneiding, Daniel Rozas, Nick O'Donohoe et Frederic Rozeira de Mariz. Richard Rosenberg, Jeanette Thomas et Elisa Sitbon du CGAP ont fourni une aide précieuse tout au long du processus de recherche. Les auteurs tiennent également à remercier pour leur contribution : Christina Leijonhufvud, responsable de l'équipe Social Sector Finance chez J.P. Morgan, et Mia Feldman, membre de cette équipe ; Neil Gupte, analyste J.P. Morgan, Asian Financials ; David Lewis, analyste J.P. Morgan, Credit Bureaus ; et Aditya Srinath, responsable recherche actions J.P. Morgan pour l'Indonésie. Nous souhaitons

également remercier les investisseurs et les IMF qui ont participé à l'enquête confidentielle du CGAP sur les valorisations en microfinance (voir l'annexe III pour la liste complète des participants). Nous exprimons aussi notre reconnaissance au MIX et à Symbiotics pour leurs données et leurs analyses concernant la microfinance. *Les auteurs restent seuls responsables des opinions exprimées dans cet article et de toute éventuelle inexactitude.*

Nous suggérons la citation suivante pour cette *Étude spéciale* :

Reille, X., Kneiding, C., Rozas, D., O'Donohoe, N. et Rozeira de Mariz, F. « Étude mondiale 2010 des valorisations en microfinance : zoom sur la qualité de l'actif », *Étude spéciale* n° 16, Washington, D.C. : CGAP, mars 2010.

