

## OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT DANS LE SECTEUR BANCAIRE APRÈS LES RÉSULTATS DES TESTS DE RÉSISTANCE



**ANTONIO RUGGERI**

European Credit Expert

“ Les résultats des tests de résistance varient considérablement d'une banque à l'autre et sont moins corrélés que prévu à leur nationalité : les noms italiens ou espagnols comme Intesa ou Santander sont ressortis avec de bien meilleurs indicateurs que les géants allemands ou britanniques. ”

Les résultats des tests de résistance organisés en 2016 par l'Autorité bancaire européenne (ABE) ont été publiés le 29 juillet. Ils ne présentent pas de surprise majeure et peuvent être considérés comme positifs.

Le système bancaire européen apparaît globalement bien armé pour résister à un scénario économique défavorable, avec quelques exceptions notables comme la banque Monte dei Paschi, dont le ratio de solvabilité est insuffisant, comme beaucoup l'avaient anticipé, et des avertissements sur certaines institutions majeures telles que Deutsche Bank, Commerzbank, Barclays et RBS.

Dans l'ensemble, les banques affichent de meilleurs résultats que lors des tests de 2014. Elles possèdent en effet des ratios CET1 pleins de 9,2% en moyenne en scénario défavorable, ce qui reflète les efforts menés au cours des dernières années pour consolider leur bilan. La réglementation y a manifestement beaucoup contribué en imposant une recapitalisation de l'ensemble du système financier, partant de l'hypothèse que la stabilité repose avant tout sur les fonds propres. La transition de Bâle II à Bâle III en matière d'exigences en capital pour les banques en est une bonne illustration, puisque le ratio minimal de fonds propres est passé de 2% à une moyenne de 10% pour les banques européennes, avec l'introduction de coussins de fonds propres et l'application des exigences du Pilier II.

La simulation était encore plus contraignante que celle des exercices précédents, tant en ce qui concerne les déviations de la croissance du PIB que la prise en compte des pertes de crédit, mais aussi des pertes résultant des risques de marché et des risques opérationnels.

Le secteur bancaire européen semble donc suffisamment solide pour absorber des chocs économiques violents. Toutefois, à en juger par la réaction du marché en début de semaine, les investisseurs semblent questionner la capacité de ces tests à refléter la véritable situation des banques européennes.

En tout état de cause, plutôt que d'en questionner les hypothèses, nous jugeons plus utile d'analyser les résultats de ces tests en profondeur pour mieux faire face à la volatilité des marchés et identifier des opportunités d'investissement.

D'une part, les résultats des tests de résistance varient considérablement d'une banque à l'autre et sont moins corrélés que prévu à leur nationalité: les noms italiens ou espagnols comme Intesa ou Santander sont ressortis avec de bien meilleurs indicateurs que les géants allemands ou britanniques. Même s'ils ne se soldent pas par une victoire ou une défaite, ces résultats pourront avoir un effet favorable pour les institutions les plus solides et provoquent une réaction moins polarisée du marché que celle constatée dans les secteurs bancaires italien et espagnol après le référendum sur le Brexit.

D'autre part, des différences importantes peuvent exister concernant le ratio CET1 en scénario défavorable, ainsi que concernant les baisses prévues. Sachant qu'une baisse moindre du ratio CET1 implique un profil de risque plus sain, les banques dotées d'un capital initial plus bas mais dont la composition des actifs est meilleure pourraient éviter de lourdes pertes et leur situation pourrait s'améliorer au cours du processus de surveillance prudentielle.

Ces deux observations suggèrent que la sélection des titres jouera désormais un rôle plus important, ceci étant valable pour les investisseurs obligataires également.

Enfin, si, globalement, le système bancaire ne semble pas menacé, sa rentabilité soulève quelques inquiétudes. Le rendement des capitaux propres devrait être ramené à zéro d'ici la fin 2018 en scénario défavorable, en raison de pertes de valeur potentielles et de taux d'intérêt bas, voire négatifs. Par ailleurs, de nouvelles injections de capital seront nécessaires pour certains acteurs, avec la dilution que cela implique. De même, si la capacité à générer des bénéfices varie grandement entre les banques et est supérieure pour celles dont les structures de coûts sont plus faibles et la qualité des actifs est meilleure, les actions des banques ne constituent probablement pas un placement de choix pour le moment.

Nous suggérons plutôt de viser plus haut dans la structure du

capital et d'investir dans des instruments subordonnés pouvant offrir un couple risque rendement plus intéressant. Les résultats montrent que la plupart des banques sauront maintenir un niveau constant de capitaux propres dans un environnement tendu et pourront donc éviter toute action majeure contre les titulaires d'obligations subordonnées. Le risque de mise à contribution des créanciers subordonnés restant globalement faible, nous considérons que la dette subordonnée offre des primes plus intéressantes par rapport à la dette privilégiée, comme cela a été le cas dans le passé.

Le niveau de subordination variera selon la solidité de chaque banque et l'appétit pour le risque des investisseurs, puisque les AT1 (qui font partie des titres «contingent convertible» ou «Coco») sont attrayants pour celles qui ont affiché une meilleure résistance lors des tests et conservent un niveau élevé de réserves distribuables, nombre d'entre elles générant des rendements supérieurs à 5%. Ces titres conviennent aux investisseurs ayant un appétit au risque modéré en raison de leur nature hybride entre actions et obligations.

Nous terminerons sur le problème des prêts non performants (PNP) des banques italiennes, qui a dominé l'actualité en juillet. L'exercice mené par l'ABE a confirmé que, si les PNP sont un problème répandu, seule la banque Monte dei Paschi peut être considérée comme étant en difficulté, le reste du système disposant de suffisamment de capital pour y faire face. Les besoins en fonds propres pour couvrir le programme de nettoyage des PNP se situent entre EUR 20 et 25 milliards, un montant gérable compte tenu du fait que le plan pourrait s'étaler sur deux ou trois ans. Malgré ces chiffres, plusieurs facteurs continueront à pénaliser la performance des actions des banques italiennes, notamment les prévisions de bénéfices peu encourageantes, le besoin en capital supplémentaire de certains acteurs comme Unicredit et les risques liés à la mise en œuvre du plan de sauvetage de Monte dei Paschi annoncé récemment.