

Analyse Eiffel Investment Group



Fabrice Dumonteil
Président Directeur Général



Emmanuel Weyd
CIO - Credit

Un contexte porteur pour le crédit des banques

Depuis 2012, nous pensons que les banques européennes sont gérées dans l'intérêt de leurs créanciers - plutôt que de leurs actionnaires.

Nouvelle illustration : le G20 a publié lundi 10 novembre 2014 – par le biais de son bras armé en matière de stabilité financière internationale, le Financial Stability Board (FSB) - une consultation qui propose de relever encore les ratios de solvabilité minimum pour les grandes banques systémiques. Ces exigences nouvelles pourraient forcer ces banques à lever à nouveau des centaines de milliards d'euros dans les prochaines années. Les réponses à la consultation sont attendues pour février 2015 – le G20 devant ensuite prendre position fin 2015.

Quelques jours avant, le 26 octobre 2014, la Banque Centrale Européenne et l'Autorité Bancaire Européenne publiaient les résultats des stress tests menés sur les banques européennes. Nous en tirons, là aussi, une conclusion favorable aux créanciers bancaires.

Des stress tests crédibles

Les résultats - largement anticipés - des stress tests apparaissent comme une étape décisive pour l'avenir du secteur bancaire européen. Au moins quatre raisons nous conduisent à penser que ces résultats sont crédibles :

- Premièrement, c'est un travail de fond, lancé depuis plus d'un an, couvrant un panel de plus de 130 banques - soit plus de 80% des actifs bancaires européens, combinant une revue qualitative et des contrôles de cohérence entre pays et institutions.
- Deuxièmement, en fournissant de manière indépendante aux différents acteurs du marché un ensemble d'informations détaillées sur le secteur et les institutions testées, les stress tests accroissent significativement la transparence des bilans bancaires.
- Troisièmement, ces tests sont tournés vers l'avenir puisqu'ils testent la solvabilité des banques sur les critères Bâle 3 à horizon 2016.
- Finalement, ces tests sont une première étape de la supervision bancaire que la BCE assume depuis le 4 novembre 2014. Bien qu'aucun détail n'ait été communiqué à ce jour, nous pensons que cette évaluation en profondeur du secteur bancaire va être étendue, améliorée et régulièrement reconduite par les régulateurs européens.

Une autre façon de mesurer la crédibilité de ces stress tests est d'examiner la violence du choc auquel ont été soumises les banques. En 2011, l'EBA (European Banking Authority) avait testé la capacité du système bancaire à « perdre » 1.5% de ses actifs. En mars 2014, la Fed a soumis les banques américaines à un choc leur coûtant 2.9% de leurs actifs. A cette aune, la BCE a frappé fort, en supposant une perte de 4.1% lors de ses stress tests - les hypothèses portant toutefois sur des échantillons et scénarios différents dans chacun des cas.

La fin des stratégies propices au crédit n'est pas pour bientôt

La plupart des banques européennes ont réussi les stress tests. La tentation de conclure que ces banques sont sorties d'affaire, que leur capital est suffisant et que leur bilan est solide, pourrait être grande.

Cette conclusion nous semble erronée pour quatre raisons :

- Premièrement, la plupart des €136 milliards d'actifs non performants identifiés lors de l'exercice -et l'impact correspondant sur le capital des banques, chiffré à €34 milliards- n'ont pas encore été reconnu au bilan des banques concernées. Le marché, les régulateurs et les auditeurs devraient pousser à cette reconnaissance.
- Deuxièmement, les scénarios adverses issus des stress tests créent de facto deux types de banques au capital insuffisant : celles qui ont échoué aux stress tests -13 institutions avec environ €10 milliards de besoin en capital une fois comptabilisées les mesures prises depuis début 2014- et celles qui ont réussi les stress tests mais dont la marge de sécurité semble trop faible. Nous estimons ainsi que 17 (respectivement 30) banques ont un excès de capital (ratio *Core Equity Tier 1* ou CET1) inférieur à 150bps (respectivement 250bps). Ces banques devront vraisemblablement renforcer leur capital dès que possible.
- Troisièmement, les ratios CET1 calculés en appliquant complètement les règles futures de Bâle 3 (« fully loaded Basel 3 ») –pour l'instant seulement testés pour information- montrent des résultats assez décevants. 36 banques auraient échoué aux tests contre 25 actuellement. Et, pour les autres banques, la marge de sécurité par rapport au seuil minimum de solvabilité serait réduite d'environ un quart.
- Enfin, les principales banques vont continuer à être sous la pression d'exigences croissantes en matière de solvabilité. Il suffit pour s'en convaincre d'observer les discussions actuelles concernant le ratio de levier et les mesures de *Total Loss Absorbing Capital* (TLAC) -capital nécessaire pour absorber d'éventuelles pertes- que mène le G20. Au vu de la consultation publiée par le FSB le 10 novembre 2014, ce TLAC pourrait atteindre 20% à 25% des actifs pondérés des risques, ce qui obligerait les grandes banques européennes à lever plusieurs centaines de milliards d'euro - en fonds propres, AT1, T2, dettes senior avec clauses d'absorption- dans les prochaines années.

Pour résumer, nous pensons que les résultats des stress tests confirment une tendance qui continuera à voir se renforcer les bilans bancaires. Cela conforte notre conviction en matière d'investissement. Les banques vont continuer à être gérées dans l'intérêt de leurs créanciers.

Opportunités sur des situations spéciales et des instruments nouvellement émis

Tout ceci fournit aux investisseurs deux sortes d'opportunités.

- Premièrement, la dette de certaines banques en situation spéciale –par exemple banques en *run-off* ou banques dont business model est en refonte complète- offre un couple rendement-risque qui peut paraître attractif, dans un contexte de plus grande transparence après ces stress tests.
- Deuxièmement, certaines obligations hybrides bancaires « aux normes Bale 3 » paraissent plus attractives puisque (i) le report des coupons et les risques d'absorption de pertes semblent écartés pour de nombreuses banques au vu des résultats des stress tests et (ii) le nombre transactions « stratégiques » réalisées sur le marché primaire, potentiellement plus attractives pour les investisseurs, devraient augmenter au cours du prochain trimestre. Tout cela dans un contexte de revalorisation notable du marché des Additional Tier 1 (AT1) puisque la plupart des rendements de ces instruments se situe aujourd'hui entre 6.5% et 7.5%, contre 5.0%-5.5% au début de l'été.

A PROPOS D'EIFFEL IG

Eiffel Investment Group est un gérant et investisseur spécialisé dans les stratégies de performance absolue.

Ses encours sous gestion -environ 500 millions d'euros- sont déployés sur les marchés crédit et actions européens.

Ses stratégies d'investissement capitalisent sur une recherche approfondie sur des sociétés européennes qui permet d'identifier des sociétés mal valorisées.

Eiffel Investment Group est une société indépendante, détenue par son équipe aux côtés de Jacques Veyrat, PDG d'Impala et ancien PDG de Neuf Cegetel et de Louis Dreyfus (la société avait été créée en 2008 au sein du groupe Louis Dreyfus).

Ses fonds propres importants (100 millions d'euros de résultat accumulé depuis l'origine) lui permettent de disposer d'une infrastructure 'institutionnelle' et d'assurer un très fort alignement d'intérêt avec les investisseurs dans ses fonds (dans lesquels la société et l'équipe ont investi plus de 100 millions d'euros).

CONTACTS

Marie Frocrain :
Marie.frocrain@havasww.com
 06 04 67 49 75

Daniel Saltsman
Daniel.saltsman@havasww.com
 06 33 39 94 42