

02/12/2013

Tous les chemins mènent à Sienne

L'examen de la qualité des actifs bancaires par la BCE (ou « AQR ») fournira le premier stress test fiable des banques européennes. Il permettra d'améliorer les mécanismes de transmission de la politique monétaire et sera un soutien macroéconomique à la croissance européenne en 2014. Mais il n'est pas sans avoir un coût: le risque de « bail-in » pour certaines grandes banques européennes.

Parmi les véritables institutions systémiques, celle qui est, selon nous, la plus à risque est Monte dei Paschi (« MPS »). Tous les ingrédients sont réunis : un ratio élevé de prêts douteux (« NPL »), un portefeuille important d'obligations d'Etat italiennes, un capital de faible qualité, etc.

MPS est en train d'essayer de réaliser une augmentation de capital de 2,5Mds€. Nous croyons que, dans l'environnement haussier actuel, cette transaction a de fortes chances de réussir (sans doute en Janvier prochain).

Toutefois, cela pourrait ne pas être suffisant. Afin d'avoir une vue plus précise de MPS, nous avons réalisé notre propre stress test de MPS fondé sur les éléments publiés dans le rapport « Pilier 3 » de la banque sur les règles applicables au Core Tier 1 pendant la période de transition de Bâle 3. Puisqu'Oliver Wyman sera également en charge de l'AQR, notre exercice de stress est fondé sur la méthodologie relativement robuste qu'ils ont développé sur les banques espagnoles.

Notre test utilise la nouvelle définition harmonisée des créances douteuses récemment proposée par l'EBA. Cela conduit, selon nous, à une forte augmentation des créances douteuses de MPS. Sur la base d'un seuil de CET1 de 6%, nous estimons le besoin en capital à 1,8Mds€ (2,5Mds€ avec un CET1 de 7%).

MPS pourraient combler l'écart très simplement : en ne remboursant pas le capital hybride souscrit par le gouvernement (4,1Mds€ de "Nouveaux Instruments Financiers", NFI). Cela pourrait cependant conduire à de nouvelles investigations sur les aides d'Etat reçues, et peut-être un bail-in, si la Commission européenne impose des conditions strictes sur le remboursement des NFI comme elle l'avait fait pour SNS. La décision complète de la CE sur MPS, contenant a priori le calendrier de remboursement prévu, devrait être connue en Décembre.

Cependant, sur le court terme, nous sommes positifs sur les obligations Tier 1 de MPS tant les risques paraissent orientés à la hausse. Le succès de l'augmentation de capital serait un catalyseur très fort pour les obligations, tandis que la banque a précisé durant sa conférence téléphonique pour les analystes que tout déficit (vs. 2,5 Md€) serait compensé par une conversion des NFI, sans autre conséquence du point de vue des règles applicables en matière d'aides d'Etat (pas de nouvelle enquête, bail-in, etc.)

À plus long terme, tout dépendra du résultat final de l'AQR et du stress-test. MPS pourrait augmenter son capital d'environ 1Mds€ par des offres d'achat sur la dette hybride. Si le résultat de l'AQR - stress déficit est nettement plus élevé, la nationalisation ne sera pas loin. Les investisseurs doivent donc porter une attention extrême aux détails de la décision de la CE et aux caractéristiques techniques de la méthodologie de l'AQR et des stress tests.

