

Flash Stratégie d'Investissement

"Stress Tests" européens

« STRESS TESTS »: QUEL IMPACT POUR LES MARCHES?

- Les résultats des stress tests des banques européennes ont été publiés, n'entraînant pas de forte réaction de marché. Nous expliquons dans ce flash ce que ces tests évaluent, notre analyse des résultats, et les impacts prévisibles pour les marchés.
- Nous pensons que ces tests ont leurs faiblesses (qui étaient déjà connues), mais n'ont pas révélé de mauvaise surprise. Ils ne suffiront sans doute pas à faire disparaître les inquiétudes des marchés à propos du secteur bancaire à moyen terme. Cependant, l'absence de besoin important de recapitalisation, un peu plus de transparence, et la bienveillance apparente des autorités européennes envers le secteur, sont de nature à améliorer le sentiment à court terme.
- Ces résultats ne modifient pas spécialement notre stratégie et notre allocation d'actifs. Nous n'avons pas réduit le risque dans notre portefeuille recommandé début juillet, en estimant que les publications des résultats trimestriels et des stress tests soutiendraient les actifs risqués. Pour le court terme, nous maintenons cette position.

METHODOLOGIE ET RESULTATS

Ces tests ont été réalisés pour déterminer si les principales banques européennes avaient besoin de se recapitaliser. 91 banques ont été testées, représentant dans chaque état membre plus de 50% des actifs bancaires. En moyenne, les 91 banques testées représentent 65% de ces actifs dans l'UE. Ces tests ont été coordonnés par l'organisme représentant les superviseurs nationaux (CEBS), en association avec la Commission Européenne et la BCE.

Deux scénarios économiques ont été testés. Le scénario « de base » correspondait à une croissance modérée (0,7% en 2010, 1,5% en 2011, à comparer à des prévisions du FMI de respectivement 1,0% et 1,3%). Un deuxième scénario, plus dur, anticipait un retour en récession (croissance de -0,2% en 2010 puis -0,6% en 2011). Ce scénario tablait également sur une forte remontée du chômage (+1,5 point), et un retour des taux longs à leur niveau du début des années 2000. Enfin, les

marchés immobiliers se détérioreraient de nouveau. Pour passer avec succès le test, les banques devaient détenir assez de capital pour résister au deuxième scénario.

Sept banques sur 91 ont échoué, en n'atteignant pas un ratio Tier-one minimal de 6%, et devront se recapitaliser. Cependant, le besoin total de recapitalisation est limité (3,5Md d'euros).

ANALYSE DES RESULTATS

Nous pensons que ces tests ont leurs faiblesses (qui étaient déjà connues), mais n'ont pas révélé de mauvaise surprise. Ils ne suffiront sans doute pas à faire disparaître les inquiétudes des marchés à propos du secteur bancaire à moyen terme. Cependant, l'absence de besoin important de recapitalisation, un peu plus de transparence, et la bienveillance apparente des autorités européennes envers le secteur sont de nature à améliorer le sentiment à court terme.

Ces tests étaient d'une grande importance, non seulement pour s'assurer à moyen terme de la solidité du secteur, mais aussi pour restaurer la confiance et normaliser l'accès des banques au financement. L'aspect politique est important, et ces résultats sont aussi un outil de communication pour les gouvernements, les régulateurs, et le secteur lui-même. Nous pensons qu'il y a principalement trois facteurs limitant leur portée :

1) Compte tenu de la dimension politique, l'éventualité d'un défaut souverain n'a pas été testée. Les banques n'ont pu simuler que la dépréciation d'emprunts d'Etats détenus dans leurs books de trading, ceux détenus à maturité n'étant pas affectés. Or les premiers ne représentent qu'environ 25% du total des emprunts d'Etats détenus selon plusieurs estimations de brokers, ce qui signifie que les 75% restants n'ont pas été dépréciés. Les craintes des marchés sur le secteur bancaire étant pour une large part fondées sur son exposition au risque souverain (en particulier dans les Etats périphériques), l'impact que peuvent avoir les tests sur la confiance à moyen terme en ressort limité. Ceci n'est toutefois pas une surprise, les marchés étant déjà largement informés de la portée de ces tests avant leur publication. De plus, compte tenu de l'implication de la Commission Européenne et de la BCE dans les tests, personne ne s'attendait à ce qu'un défaut soit une hypothèse officielle.



2) Une autre problématique centrale est l'impact futur de la régulation pour le secteur (Bâle III) et le risque politique (taxation des profits, des bonus...). Les négociations pour Bâle III étant encore en cours, cet aspect n'a pas été traité. Le secteur bénéficie également encore d'un soutien financier public important. 38 des 91 banques testées bénéficient de près de 200Md d'euros d'aide publique, qui devra être remboursée ou cédée sur le marché à un moment. Une partie devra être remplacée par du capital venant du secteur privé, même s'il n'y a pas aujourd'hui d'urgence particulière. Toutes choses égales par ailleurs, la demande de capital adressée au marché par le secteur bancaire pourrait donc largement dépasser les 3,5Md d'euros suggérés par les tests. De plus, les besoins de refinancement de sa dette restent d'actualité pour les prochaines années.

3) Ce type de test apparaît assez théorique, et sert plus à éviter les crises de confiance qu'à décrire précisément comment les banques réagiraient si une nouvelle crise survenait. Ainsi, seul le risque de solvabilité (pas de liquidité) a été testé, bien que le scénario économique servant à éprouver les résistances du secteur entraînerait probablement des conditions de marché difficiles et soulèverait la question de l'accès au financement. Nous pensons que la BCE agirait à nouveau pour fournir la liquidité nécessaire, et que la solvabilité est bien le problème central. Cependant, compte tenu de la capacité des marchés à envisager les scénarios du pire, les résultats des tests seront probablement pris avec une grande prudence.

Ces éléments aboutissent à la conclusion que les tests ne suffiront pas à eux seuls à lever les inquiétudes sur le secteur. Nous sommes cependant un peu plus optimistes sur leur impact à plus court terme, pour 4 raisons.

1) Le scénario de stress apparaît, sur le plan économique, suffisamment pessimiste. Il implique un retour en récession dès la seconde moitié de 2010 (alors que les dernières statistiques ne l'indiquent pas), une montée du chômage, et intègre une remontée des taux longs qui serait atypique pour les grandes économies européennes (le retournement du cycle provoque traditionnellement des baisses de taux longs). Un tel scénario est très inférieur au consensus actuel. Les tests apparaissent par ailleurs assez exhaustifs, puisque même si les banques plus petites n'étaient pas testées, 65% des actifs bancaires européens l'ont été.

2) Le résultat lui-même, bien qu'il soit utilisé comme outil de communication, est rassurant. Bien que 7 banques n'aient pas atteint les 6% de Tier-one (la réglementation en vigueur ne leur en impose d'ailleurs que 4%), le montant de capital nécessaire est ressorti à seulement 3,5Md d'euros, ce qui est très probablement dans le bas de la fourchette des attentes. En moyenne, l'échantillon testé passe largement la barre avec un Tier-one de 9,2% (à comparer aux 10,3% de la fin 2009). Des

estimations de brokers portant sur environ 100Md d'euros nécessaires pour recapitaliser les secteurs bancaires espagnol et allemand ont circulé récemment. Elles incluaient de plus petites banques (probablement plus en difficulté), mais l'éventualité d'une recapitalisation massive à brève échéance n'est pas validée par les tests.

3) La relative bienveillance vis-à-vis du secteur de la Commission européenne, de la BCE, des régulateurs, et dans une certaine mesure des gouvernements, est également un élément rassurant après les attaques politiques dont les banques ont fait l'objet, et compte tenu des projets de régulation en cours de négociation.

4) La transparence progresse. Les tests ont fourni aux banques l'opportunité de dévoiler leur exposition aux emprunts d'Etats, ce qu'elles ont commencé à faire ces derniers mois. Avec 8 à 10% des bilans investi dans cette classe d'actif, le secteur apparaît moins exposé que certains ont pu le craindre. Le fait que l'information soit disponible peut aussi permettre à ceux qui le souhaitent de simuler des scénarios plus pessimistes. Au total, nous pensons que, bien que la transparence soit imparfaite (les banques allemandes ont été plus timides, et un certain niveau d'opacité perdure), les informations diffusées sont positives pour le sentiment général et sont une (petite) étape dans un processus de restauration de la confiance.

IMPACT SUR LES MARCHES

Les tests ne devraient pas entraîner de tensions sur le marché interbancaire, en l'absence de mauvaises surprises. Après le recul des tensions sur le financement en dollar des banques européennes déjà observé ces dernières semaines, nous n'attendons pas non plus de mouvement inverse marqué. Le marché interbancaire européen devrait rester coupé en deux, avec des banques perçues comme plus solides qui se financent sur le marché, et les plus fragiles qui n'y ont pas accès.

La publication des tests ne modifie pas notre stratégie d'investissement et nos préconisations d'allocation d'actifs, car elle est assez proche de ce qui était attendu. Nous confirmons que, à court terme, les résultats des entreprises et ces stress tests sont plutôt des éléments de soutien pour les actifs risqués.

Le faible besoin de recapitalisation à court terme est plutôt une bonne nouvelle pour les actions européennes, puisqu'il évitera de fortes dilutions. Cette inquiétude restera toutefois alimentée par le risque souverain, la future régulation, ou le besoin de remplacer le capital apporté par les Etats. Du côté des devises, l'EUR/USD devrait continuer à peu réagir à cette nouvelle étant donné l'absence de surprise.



Flash Stratégie d'Investissement

"Stress Tests" européens

Investment Strategy team:

Vincent Treulet

Nathalie Benatia

Antonio Bertone

Charles Cresteil

Sophie Fournier

Guillaume Hollier-Larousse

Dong-Sinh Ngo

Dominique Schulthess

DISCLAIMER

This material is issued and has been prepared by BNPP AM* a member of BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

This material is produced for information purposes only and does not constitute an offer to buy nor a solicitation to sell, nor shall it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or any investment advice.

This material makes reference to certain financial instruments (the "Financial Instrument(s)") authorised and regulated in its/their jurisdiction(s) of incorporation.

No action has been taken which would permit the public offering of the Financial Instrument(s) in any other jurisdiction, except as indicated in the most recent prospectus, offering document or any other information material, as applicable, of the relevant Financial Instrument(s) where such action would be required, in particular, in the United States, to US persons (as such term is defined in Regulation S of the United States Securities Act of 1933). Prior to any subscription in a country in which such Financial Instrument(s) is/are registered, investors should verify any legal constraints or restrictions there may be in connection with the subscription, purchase, possession or sale of the Financial Instrument(s).

Investors considering subscribing for the Financial Instrument(s) should read carefully the most recent prospectus, offering document or other information material and consult the Financial Instrument(s)' most recent financial reports. The prospectus, offering document or other information of the Financial Instrument(s) are available from your local BNPP IP correspondents, if any, or from the entities marketing the Financial Instrument(s).

Opinions included in this material constitute the judgment of BNPP AM at the time specified and may be subject to change without notice. BNPP AM is not obliged to update or alter the information or opinions contained within this material. Investors should consult their own legal and tax advisors in respect of legal, accounting, domicile and tax advice prior to investing in the Financial Instrument(s) in order to make an independent determination of the suitability and consequences of an investment therein, if permitted. Please note that different types of investments, if contained within this material, involve varying degrees of risk and there can be no assurance that any specific investment may either be suitable, appropriate or profitable for a client or prospective client's investment portfolio.

Given the economic and market risks, there can be no assurance that the Financial Instrument(s) will achieve its/their investment objectives. Returns may be affected by, amongst other things, investment strategies or objectives of the Financial Instrument(s) and material market and economic conditions, including interest rates, market terms and general market conditions. The different strategies applied to the Investment Products may have a significant effect on the results portrayed in this material. Past performance is not a guide to future performance and the value of the investments in Financial Instrument(s) may go down as well as up. Investors may not get back the amount they originally invested.

The performance data, as applicable, reflected in this material, do not take into account the commissions, costs incurred on the issue and redemption and taxes.

*BNPP AM is an investment manager registered with the "Autorité des marchés financiers" in France under number 96-02, a simplified joint stock company with a capital of 62,845,552 euros with its registered office at 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.]

** "BNP Paribas Investment Partners" is the global brand name of the BNP Paribas group's asset management services. The individual asset management entities within BNP Paribas Investment Partners if specified herein, are specified for information only and do not necessarily carry on business in your jurisdiction. For further information, please contact your locally licensed Investment Partner.



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS