

26 October 2014

## Les stress tests sont morts, vivent les stress-tests !

### **I. Résumé**

Tout ce que vous devez savoir sur les résultats des stress-tests de résistance (mais sentez-vous libre de continuer votre lecture):

- Ne vous laissez pas embrouiller par la complexité des résultats: résultats de la BCE vs résultats de l'EBA, échec technique vs. véritable échec, avec ou sans prise en compte des scénarios de restructuration ... la seule chose qui importe vraiment est le nombre de banques qui échouent après levée de capital en 2014 et en tenant compte des plans de restructuration déjà approuvés, ce qui ne fait qu'une poignée de banques.
- Les plus grosses surprises:
  - Surprises positives: Banco Popular et Commerzbank qui passent aisément,
  - Surprise négative: un énorme impact de l'AQR pour Monte dei Paschi (c'est la taille de l'impact qui est une surprise)
- Pour les banques grecques, malgré les chiffres apparemment négatifs, les résultats sont plutôt bons.
- Trois candidats sérieux au démantèlement : Österreichische Volksbanken, Permanent TSB et Banca Carige, avec une incertitude encore pour les deux derniers.
- L'AQR conduit à 16% de créances douteuses supplémentaires et 43 milliards d'euros de provisions additionnelles. Pour restaurer la confiance dans les bilans bancaires le marché voulait du sang. La BCE lui en a donné.
- Les stress tests sont un catalyseur important et trop de gens attendaient les résultats avant d'investir. Ils ne seront pas tous en mesure d'acheter une banque robuste aux stress tests 0,5 fois sa valeur comptable.

### **II. Introduction**

Après presque un an de travail, 131 banques inspectées, 6000 auditeurs impliqués, 150 000 dossiers de crédit revus et 1,4 millions de données publiées, l'évaluation globale de la BCE est enfin terminée et les résultats sont sortis. Au cours des dernières semaines les rumeurs ont surgi comme des champignons sous la pluie : 11 banques échouaient selon la presse espagnole, 25 selon la presse anglaise... Les résultats qui ont été dévoilés sont finaux: 25 banques ont échoué, avec un déficit total de 24,6 milliards €, mais seules 14 ont échoué après avoir pris en compte la levée de capitaux en 2014.



Comment décrypter les résultats? Quelles banques passent haut la main ? Quelles sont celles qui ont un besoin en capital ? Quelles sont les banques zombies qui doivent mourir ?

Dans cette courte note nous passons en revue les principaux résultats et discutons leur impact à la fois d'un point de vue macroéconomique et sur banque par banque.

### **III. Les stress tests ont-ils rempli les objectifs de la BCE?**

Comme nous l'avons maintes fois répété au cours des derniers mois, les stress tests avaient trois objectifs différents: nettoyer le système bancaire de «banques zombies», restaurer la confiance dans le secteur bancaire européen et relancer la croissance du crédit. Le succès de chacun de ces objectifs peut être mesuré assez facilement:

- Mettre les «banques zombies» en *run-off*: il y a 25 échecs en incluant les échecs techniques (i.e. les échecs auquel il a déjà été remédié avec des actions de capital), dont 22 pour lesquelles nous pensons que les banques seront en mesure de trouver une solution, une banque pour laquelle nous estimons qu'elle ne sera pas en mesure de poursuivre ses activités et deux banques pour lesquelles le suspense reste entier. Ce nombre est conforme aux attentes et nous croyons que, sur la base de ces critères, les stress-tests sont un succès.
- Rétablir la confiance: rétablir la confiance est évidemment une question de communication autant qu'un vrai problème d'audit. Le marché voulait voir du sang même sans raison réelle. Nous avons estimé que pour démontrer la robustesse de l'exercice, la BCE devait augmenter les NPL de 10% à 15%. Le nombre final est de 16% et nous pensons donc que sur ce critère les stress-tests sont un succès. En particulier, Monte dei Paschi, affiche une baisse de 320bps de son CET1 (net d'impôts) du fait de l'AQR, un montant énorme.
- L'activité principale d'une banque est d'utiliser ses fonds propres pour prêter. La réglementation récente a considérablement augmenté les exigences de capital et les banques ont principalement répondu par la réduction des bilans. En fixant un délai très serré pour combler un déficit de capital, la BCE espère que les stress tests conduiront à une augmentation des fonds propres des banques, pas à des bilans réduits. Cette partie de l'évaluation globale était déjà un (petit) succès avant la publication des résultats. Les banques ont levé 62 milliards € de capital CET1 depuis le 3ème trimestre 2013, lorsque les stress tests ont été annoncés. Cependant, le manque de capital total identifié dans les stress-tests est seulement de 24 milliards d'euros, inférieur au consensus et encore plus bas que ce que les banques ont effectivement levé. Si nous incluons les plans de restructuration qui ont été approuvés le déficit total est seulement de 7 milliards €. Nous pensons que, sur la base de ces critères, les stress-tests sont un échec, principalement en raison du fait que les grandes banques n'ont pas de déficit.

En un mot, les stress-tests vont rétablir la confiance et nettoyer le système bancaire européen, mais ils ne seront probablement pas suffisants pour déclencher une augmentation significative du crédit.



#### **IV. Analyse banque par banque**

Ce qui suit est loin d'être une analyse exhaustive et se contente de reprendre nos principales conclusions concernant les banques pour lesquelles l'exercice est un véritable catalyseur (au cas où cela vous intéresserait KFW a un excédent de 392bps.) Pour les banques qui ne passent pas les tests, nous discutons très brièvement notre point de vue sur les solutions possibles. Nous restons à votre disposition si vous voulez discuter plus précisément des cas spécifiques.

##### **a. Bref rappel sur la méthodologie et la communication des résultats**

L'évaluation globale de la BCE s'applique aux banques «SSM», i.e. les banques impliquées dans l'Union bancaire. Elle repose sur l'AQR de la BCE axée et les stress tests de l'EBA. Les banques britanniques, par exemple, ne sont pas incluses. Elle repose sur l'exercice 2013 et prend en compte les levées de capital depuis le 31/12/2013 ainsi que les éventuelles mesures de restructuration. En particulier, les émissions d'actions et de d'AT1 sont cruciales pour évaluer le "déficit final".

Les stress tests de l'AEBA s'appliquent aux banques de l'UE plus DNB. Publiés sur le site de l'EBA, ils fournissent des détails sur les bénéfices stressés, les provisions stressées et les RWA stressés. Ils sont fondés exclusivement sur l'exercice 2013 et un bilan statique, sauf pour les banques ayant un plan d'aide d'État approuvé.

Pour chaque banque, il est important de garder à l'esprit que l'image statique de leur bilan au 31 Décembre 2013 déforme la réalité et que les données de l'EBA doivent être lues conjointement avec celles de la BCE.

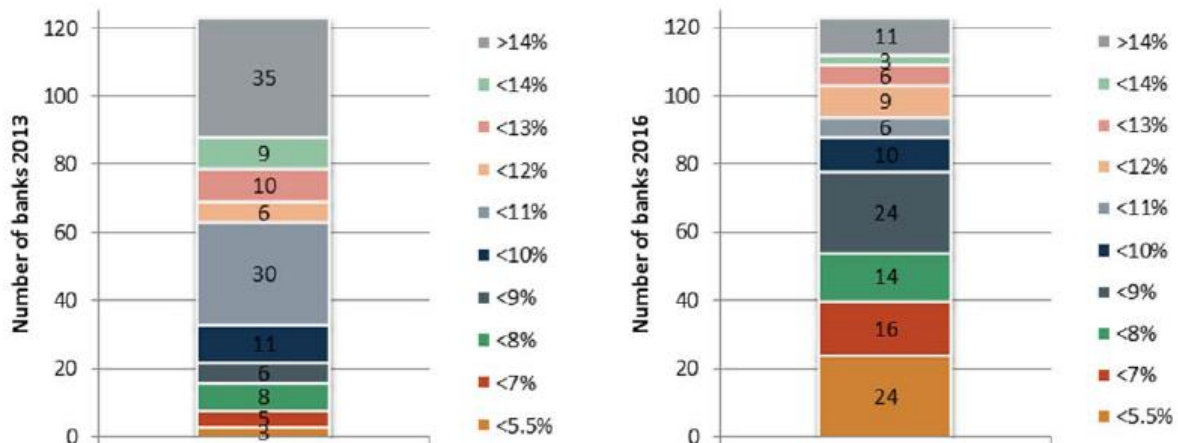
Il convient également de souligner que les stress-tests de résistance ont une incidence sur le CET1 des banques dans deux scénarios macroéconomiques hypothétiques: le "scénario de base" et le "scénario défavorable", sur une période allant de 2013 à 2016. Par conséquent, les banques ont trois tests à passer: l'AQR (CET1 de 8% 01/01/2014), la scénario de base (8% 31/12/2016) et le scénario défavorable (5,5% sur 31/12/2016). Celles qui échouent doivent soumettre un plan de recapitalisation dans les deux semaines suivant l'annonce. Les banques auront alors six mois pour combler le besoin de capital supplémentaire en cas d'échec à l'AQR ou au scénario de base, neuf mois en cas d'échec au scénario défavorable.

##### **b. Les résultats agrégés**

En termes de ratio CET1, la moyenne des banques étudiées était de 11,5% à la fin 2013. L'impact moyen de l'AQR est de 40 points de base et le point de départ des stress-tests était donc en moyenne de 11,1%. L'impact total de l'AQR et des stress-tests sur le CET1 est d'environ 300pb conduisant à un ratio moyen de CET1 (transitionnel) de 8,5% à la fin 2016. La moyenne du CET1 en appliquant pleinement Bâle 3 est de 7,6%.



De nombreuses banques sont au-dessus du seuil de 5,5%, mais relativement proches de ce seuil. 56% des banques ont un ratio CET1 au-dessus de 8% après le scénario défavorable. Parmi elles, nous trouvons le Crédit Agricole, BBVA, Nordea, ING, HSBC, Danske Bank ou DNB.



*Common Equity Tier 1 avant / après des tests de résistance (nombre de banques), Source EBA*

Sur l'échantillon EBA (123 banques), 24 banques ont échoué avec un déficit total de 24,2 Mds€. Sur l'échantillon de la BCE, il y a 25 échecs pour un déficit total de 24.6Mds€. La plupart des échecs sont dans la périphérie (Italie, Grèce, Portugal, Slovénie).

Si l'on tient compte des augmentations de capital réalisées en 2014, il ne reste que 14 échecs avec un déficit total de 9,5 milliards€. Il convient de souligner que les trois banques grecques (Eurobank, NBG et la Banque du Pirée) ont un déficit dans l'hypothèse du bilan statique car le plan d'aide d'Etat a été approuvé après le 1er Janvier 2014. Après prise en compte du plan d'aide d'Etat approuvé, le seul échec qui reste est celui d'Eurobank avec une minuscule besoin de 20m€. D'autres banques ont un déficit sans conséquence pratique (Dexia, les banques slovènes pour lesquelles la BCE a fait savoir qu'il n'y aurait pas d'obligation de levée de capital.) Selon la Banque d'Italie, une banque italienne (Popolare de Milano) n'a pas de déficit compte tenu du retrait de son « add-on » sur les RWA.

L'éléphant dans la pièce est donc Monte dei Paschi avec un déficit de 2,1Mds€ principalement dû à une énorme hausse des provisions suite à l'AQR (4.2mds€), mais quelques autres banques ont un déficit important: Banca Carige (814 €), Banco Comercial Portugues (1,13bn €), Österreichische Volksbank (860m €), Permanent TSB (850m €), Banca Popolare di Vicenza (228M €) et Hellenic Bank (176 M €).



c. Banques en difficulté

De manière évidemment discutable, nous considérons qu'il n'y avait que quatre banques en réelle difficulté dans l'échantillon de la BCE pour lesquelles il existe un vrai marché sur les actions ou la dette.

- **HSH** : malgré les rumeurs de marché persistantes qui voyaient la banque échouer, nous nous attendions à un excédent important en raison de la structure très protégée du bilan de HSH. HSH a passé les stress-tests avec un surplus de 56bps, inférieur à nos attentes, ce qui reflète une position très dure de la BCE sur le financement maritime. Plus important encore, l'AQR a conduit à 1,4Mds€ de provisions supplémentaires en raison d'une combinaison de l'augmentation des créances douteuses et d'un ratio de provisionnement plus élevé. Nous avons estimé des provisions additionnelles plus élevées.
- **Dexia** : nous nous attendions à un petit surplus, la BCE a trouvé un petit déficit, mais a explicitement précisé que Dexia n'aurait pas à modifier son plan de résolution ou à lever des capitaux. Comme prévu, pas de drame.
- **IKB** : nous nous attendions à un déficit important, IKB affiche un surplus de 100 points de base dû à des hypothèses de rentabilité plus favorables, ce qui lui permettra de poursuivre son plan de restructuration actuel.
- **OVAG** : nous nous attendions à un déficit de 836m€, le nombre final est 864m€. Le programme de restructuration est déjà en cours de discussion avec la BCE.
- **Permanent TSB** : TSB a un déficit de 854mds€ (453bps). Certes, la société holding TSB Group Holding a une capitalisation boursière de 2,4Mds€, mais est détenue à 99,2% par le gouvernement. La levée de capitaux privés sera difficile.

d. Les petites banques qui inquiétaient

i. **Austria**

- **Bawag** : comme nous le pensions, BAWAG a un excès très important (de 300 pb) et cela aura un impact très favorable sur le prix des obligations.

ii. **Allemagne**

- **Bayerische Landesbank** : comme nous l'avions calculé, BYLAN a un excès très important (de 387bps). Cela aura un impact favorable sur le prix des obligations, mais la principale incertitude reste le litige avec HAA.
- **Aareal** : Le surplus de capital est encore plus important que ce que nous attendions avec 626bps. Cela aura un impact très favorable sur le prix des obligations.

- **Hypo Real Estate** : l'excès de capital est encore plus important que ce que nous attendions (528bps). Cela aura un impact très favorable sur le prix des obligations et constitue une étape clé avant la privatisation.
- **NordLB** : Plusieurs rumeurs avaient évoqué un besoin de capital difficile à lever pour cette banque publique. Nous nous attendions à un léger excédent, et nous sommes heureux d'en voir un important (327bps), qui, pour être honnête, ne nous semble franchement pas très cohérent avec les résultats de HSH. Mais ne faisons pas la fine bouche puisque cela aura un impact favorable sur le prix des obligations.

### iii. Belgium

- **Belfius** : Une autre banque sur laquelle il y avait beaucoup de rumeurs. Au final elle affiche un excès de 180bps. Nous n'avions pas d'estimations chiffrées en raison de la mauvaise qualité des données.

### iv. Portugal

- **BCP** : nous nous attendions à un déficit important (1,4mds€) et le résultat final est de 1.13Mds€. La capitalisation boursière vendredi soir était de 5,1Mds € et cela constitue donc un événement significatif pour les investisseurs. Cela dit, nous croyons que BCP dispose de plusieurs moyens pour combler le manque à gagner: la première et la plus simple est l'utilisation de DTA sous la nouvelle loi portugaise. Selon les propres calculs de BCP cela pourrait augmenter ses fonds propres « *fully loaded* » de 1,3Mds€. Cependant, contrairement aux pays où la législation DTA avait déjà été approuvée au 31 Décembre 2013, la BCE aura son mot à dire sur l'approche globale pour restaurer le capital. D'autres options pourraient donc être envisagées: les profits de 2014 (128bps, mais la BCE semble réticente à les accepter) ainsi que différentes actions déjà menées (vente de l'assureur + 55bps et titrisation de prêts + 73bps). Par conséquent, une augmentation de capital ou la vente forcée de Millenium semblent un risque plutôt lointain. Le bail-in est un risque encore plus improbable.
- **Caixa Geral** : Sur la base d'informations limitées, nous nous attendions à un léger excédent, en accord avec le surplus de 56bps publié par la BCE. Pas de grandes nouvelles pour cette banque publique.

### v. Pays-Bas

- **SNS Bank** : Cette entité est déjà en extinction suite à sa nationalisation brutale, mais l'excédent (129bps) pourrait être d'intérêt dans le litige en cours contre le gouvernement néerlandais.
- **ABN AMRO** : pas de surprise, avec un excédent de capital solide (de 360bps) ouvrant la voie à une privatisation future.





## vi. Spain

- **Banco Mare Nostrum:** nous nous attendions à un excédent substantiel principalement dû à l'augmentation spectaculaire de la rentabilité de BMN et cela a été confirmé (359bps). Ceci est une étape clé avant l'introduction en bourse prévue pour le 1er trimestre 2015.
- **Banco Popular:** Popular est l'une des grandes surprises des stress tests. De nombreux investisseurs - y compris nous – attendaient un déficit. L'excédent est 206bps fait! Nous pensons que ce résultat est absolument essentiel pour les investisseurs. La principale préoccupation sur Popular n'était pas le stress test lui-même, mais l'AQR: Popular a le plus faible ratio de couverture en Espagne et le marché était impatient d'enfin savoir si cela était justifié. Sur la base d'une approche purement statistique - avec évidemment aucun audit - nous avons évalué à 2,5Msd€ les provisions supplémentaires AQR et c'était la seule raison du déficit global. La BCE a ajusté le ratio de CET1 de 57bps en raison de AQR (environ 500M€ net d'impôts), au-dessus de ses pairs, mais pas d'une manière spectaculaire (BBVA a ajusté de 20bps).
- **Unicaja:** Nous nous attendions à un excédent substantiel principalement en raison de la qualité du *book* de crédit et cela a été confirmé (339bps). Ceci est une étape clé avant l'introduction en bourse.
- **Liberbank:** Liberbank avait fait l'objet de rumeurs comme étant l'une des banques échouant aux stress-tests. Les résultats réels sont difficiles à lire parce que Liberbank n'a échoué aux stress-tests (donc pas de déficit dans les données EBA), mais à l'AQR en date du 31 Décembre 2013, avec un petit déficit de 32M€. Ce manque a été plus que suffisamment comblé par la levée de capitaux en 2014 et Liberbank n'est donc pas en échec. C'est une bonne nouvelle pour le marché des actions, mais la charge importante AQR (83bps net) n'en est pas une.

## vii. Greece

*Note importante: ne vous laissez pas leurrer par les chiffres bruts publiés sur les banques grecques! Les résultats des banques grecques sont très difficiles à lire car ils montrent le résultat de l'évaluation globale au 31 Décembre 2013. Ces résultats doivent d'abord être corrigés de la levée de capitaux intervenue en 2014, mais cela ne suffit pas. En effet, en raison du fait que les banques grecques avaient des plans d'aides d'État approuvés après la date butoir, l'EBA a produit deux scénarios différents: un statique (pas de restructuration) et une autre dynamique (avec des mesures de restructuration). Contrairement aux banques qui ont un plan d'aide d'État approuvé avant fin décembre 2013, l'impact des mesures de restructuration n'est pas automatiquement appliqué et devra être discuté dans le cadre du plan global de recapitalisation. En sus, la future législation DTA aura un énorme impact potentiel qui sera très différent d'une banque à l'autre.*

- **Alpha:** Alpha apparaît comme la banque la plus solide avec un impressionnant excès de 257bps. Nous avons estimé un déficit, mais cela était dû au fait que Alpha ne publie pas de données de PD dans ses rapports Pilier 3 et nous avons dû utiliser les données de NBG. Il est maintenant clair que les *books* sont très différents. L'AQR a eu un impact de 57bps qui pourrait être important pour le marché des actions.



- **Eurobank:** Les résultats d'Eurobank doivent être analysés avec soin. A première vue, le déficit semble terrible: 4,6Mds€ ! Ceci est en fait atténué par les 2,8Mds€ levés en 2014, laissant un déficit de 1,7Mds€ (au-dessus de notre estimation) qui devra être discuté avec la BCE. Cependant, ce n'est pas la fin de l'histoire : dans une approche dynamique le déficit descend à ... 17m €! Cela est essentiel car Eurobank est l'une des banques pour laquelle nous considérons que l'impact de la nouvelle législation DTA ne sera pas positif en termes de ratio de CET1 (en raison de la limite d'échéance susceptibles d'être imposées par l'EBA).
- **NBG:** NBG est assez similaire à Eurobank avec un déficit "technique" de 3,4Mds€ et un véritable déficit de 932M€ après augmentation de capital en 2014. Nous avons estimé 1.16bn €. De manière à nouveau similaire à Eurobank, l'approche dynamique permet de réduire fortement le déficit - conduisant en fait à un excédent très important (2Mds€) avec un déficit uniquement sur l'AQR (273M€) qui a déjà été comblé par la levée de capitaux intervenue au 1er semestre 2014. Il y a toutefois une différence essentielle avec Eurobank : nous estimons que la législation DTA va augmenter de manière significative le ratio de CET1 (+ 700 M€). NBG vient de publier un communiqué un gain DTA de 700M € à 1200M €, en ligne avec nos estimations.
- **La Banque du Pirée:** Après prise en compte de l'augmentation de capital en 2014, le déficit technique (660M €) est plus que couvert. Nous avons une vue plus négative, mais, un peu comme pour Alpha Bank, cela était principalement dû à l'absence de données de PD dans le rapport Pilier 3.

### viii. Italy

Les stress-tests ont frappé dur en Italie et, plus que jamais, la consolidation du secteur est d'actualité.

- **Carige:** Carige est une petite banque italienne (2% de part de marché) avec une capitalisation boursière totale de 950m€ vendredi dernier. Nous avons estimé 300M€ à 400m€ de déficit. La banque a été frappée par un fort impact AQR (129bps net d'impôts) et présente un déficit important de 1,8Mds€. Cependant, cela a été en partie atténué par une augmentation de capital de 1Mds€, ne laissant qu'un déficit toujours important de 814M€. La banque n'avait pas reçu d'aide d'État et il n'y a donc pas de plan de restructuration pris en compte. Pour combler ce déficit, Carige est confrontée à deux problèmes majeurs: d'une part, elle a déjà levé des fonds très récemment sur le marché et il sera difficile de revenir avec un tel montant et d'autre part la banque n'est tout simplement pas assez rentable avec un très mauvais ratio de coûts par rapport au revenu. Un bail-in sur la dette subordonnée ne ferait que lever environ 300M€, ce qui ne suffit pas. La société a déjà annoncé une augmentation de capital de 500M€, mais sa faisabilité reste incertaine. Nous voyons trois possibilités, avec des probabilités égales: plan de capital réussi, bail-in & résolution et reprise par une autre banque.
- **Monte dei Paschi:** MPS est la grande nouvelle des stress tests. Nous avons estimé un léger déficit ou un léger excédent selon le traitement comptable de la transaction Alexandrie. La BCE a adopté une position stricte sur Alexandrie, mais ce ne fut pas le grand catalyseur: l'AQR a révélé une baisse stratosphérique du CET1 de 320bps (2,8Mds€ net d'impôts, 4,2Mds€ brut) ! Tout le monde savait que MPS allait souffrir durant l'AQR avec son montant important de prêts restructurés non-NPL, mais après les nombreuses inspections et audits menés par la





Banque d'Italie le montant des provisions additionnelles est un véritable choc. Il va y avoir de sérieuses questions soulevées auprès de la Banca d'Italia, y compris par les investisseurs qui ont pris une participation stratégique au cours de la dernière augmentation de capital... Les provisions supplémentaires sont expliquées par une augmentation de 15% des créances douteuses dans les portefeuilles faisant l'objet de l'examen AQR (en ligne avec la moyenne de l'UE) et une augmentation de 7pp du ratio de couverture. Le déficit global est de 2,1Mds€, mais il y subsiste une certaine confusion autour de ce nombre. Au cours de la conférence téléphonique l'EBA a explicitement affirmé que le déficit incluait le plan de restructuration alors que la Banque d'Italie a déclaré que le déficit réel était de 1,3Mds€, en ne tenant pas compte du remboursement des aides d'État ... Nous pensons que le nombre le plus important pour les investisseurs est 2,1Mds€, tout plan de recapitalisation devant, à terme, inclure une sortie du gouvernement. La grande question est maintenant de savoir comment MPS va lever cette somme. UBS et Citi ont été engagés comme conseil et selon la presse italienne la BCE souhaiterait marier MPS avec l'excès de 270bps d'UBI. En termes de restructuration, nous croyons MPS pourrait diminuer ses besoins en fonds propres de 700M€ avec de la vente d'actifs, de la titrisation, etc. Cela laisserait un manque à gagner de 1,4Mds€. Le reste pourrait être couvert de la manière suivante: MPS a environ 500M€ de déductions de T2 qui sont également déductibles du Tier 1 total et un écart d'acquisition de 700M€ qui est déductible de Tier 1 total et non du T2. Or MPS a seulement 539M€ d'AT1 et il doit donc déduire une partie de l'ensemble des déductions T1 du CET1 au lieu de l'AT1. Emettre des AT1 avec un seuil de 7% pour 800M€ permettrait de réduire de 800M€ le déficit et permettrait de réduire les déductions sur le CET1 d'environ 500M€, soit au total une amélioration de 1,3Mds€. L'émission d'AT1 pourrait également être faite comme un échange contre les titres Tier 1 et UT2. Plus généralement, nous pensons que les stress tests seront un catalyseur négatif pour le marché des actions et mèneront à une grande volatilité sur le marché du Tier 1 jusqu'à ce que le plan de capital soit connu. Nous pensons également que la dette Tier 2 est largement protégée par le Tier 1 et l'Upper Tier 2.

- **BPER:** BPER est un échec technique (33bps, 127M €) qui a été largement couvert par la levée de capital en 2014. L'impact AQR est de 78bps, ce qui est négatif pour les actions puisque d'autres "Popolare" ont eu un impact plus faible (mais pas toutes).
- **Popolare di Milano:** Popolare di Milano est une grande surprise pour nous car nous n'avions pas de déficit dans notre scénario de stress alors que l'EBA a calculé un déficit de 165M€ après la levée de capital intervenue en 2014. Certes, cela est très mineur et sera immédiatement compensé par la suppression du *add-on* sur les RWA approuvée par la Banque d'Italie Juin 2014, mais cela contribue à mettre la pression sur la banque pour qu'elle réorganise sa gouvernance - ce qui est probablement une très bonne nouvelle. Une autre bonne nouvelles est le faible impact de l'AQR (40bps).
- **Popolare SC:** Après prise en compte de la levée de capital en 2014, nous avons estimé aucun déficit pour BP SC et ceci est maintenant confirmé, mais nous croyons toujours que Popolare di Milano est un meilleur crédit et les données de la BCE disent le contraire. Quoi qu'il en soit, le marché - actions et crédit - sera heureux de ce résultat, mais certainement pas du résultat de l'AQR: -212bps net d'impôt, soit 1,1 milliard €, 25% de la capitalisation boursière de vendredi.



- **UBI:** UBI présente un excès de capital de 270bps - 100 points de base de plus que ce que nous avons estimé – et une baisse du CET1 du fait de l'AQR de 44bps et apparaît donc comme un vrai gagnant dans le secteur des *midcaps* italiennes. Cependant, curieusement peut-être, cela pourrait être négatif pour le cours de l'action puisque le succès était largement attendu, mais pas une éventuelle fusion avec MPS!

#### ix. Irlande

- **Bank of Ireland:** BOI voit une baisse de 58bps de son CET1 du fait de l'AQR ce qui sera peut-être une surprise pour la banque qui a probablement été le plus souvent audité en Europe ! Le marché du crédit se concentrera sur l'excédent de capital de 381bps, au-dessus de nos estimations principalement du fait de provisions en stress plus faibles (nous avons 4,8Mds€ et l'EBA utilisé 4,3Mds€), ce qui sera très favorable pour les hybrides.

#### e. Grandes banques cotées

D'une manière générale, nous pensons que les tests de résistance ont été très cléments pour les grandes banques. Dans certains cas, nous avons estimé que l'excédent de capital serait faible voire même en déficit, alors qu'elles ont toutes passé les stress tests haut la main. Par conséquent, nous croyons que (i) que le marché du crédit sera soulagé et haussier et (ii) que le marché des actions se concentrera sur l'impact P&L des provisions AQR et dans un premier temps ignorera les stress-tests comme étant un exercice théorique, avec quelques exceptions notables (Commerzbank étant la plus importante).

#### i. Autriche

- **Erste:** Le marché était inquiet au sujet de l'impact des scénarios de l'EBA en Europe de l'Est, en particulier après le profit warning d'Erste et la détérioration de la crise en Ukraine. Cela a déclenché des ventes massives sur l'action et le crédit. Erste a bien passé les tests avec un excès de 208bps, mais un effet AQR de -117bps qui pourrait être négatif pour le cours de l'action, bien qu'une grande partie a probablement déjà été annoncée avec le *profit warning*. Dans l'ensemble, les résultats devraient être favorables aux actions et très favorables au crédit. En raison des incertitudes en Europe de l'Est et parce que nous préférons pécher par excès de prudence, nous avons un peu "surchargé" le stress CEE (d'un écart-type sur les paramètres) et ne sommes pas surpris de voir un meilleur résultat que celui affiché par nos tests (7,7Mds€ de provisions vs 9,9Mds€).
- **RZB:** RZB est très similaire à Erste, sauf que le résultat est encore plus positif avec un excès important de capital - avant levée de capitaux en 2014 – (+227bps) et un effet AQR plus petit que celui d'Erste (-65bps). L'incertitude en Europe de l'Est demeure mais cela constitue quand même une très bonne nouvelle. Il convient également de souligner que RZB va renforcer son ratio CET1 avec la variation des intérêts minoritaires

#### ii. Germany

- **Commerzbank:** Commerzbank était considérée par beaucoup - nous y compris - comme un bon candidat pour un déficit de capital. Nous avons estimé 4,3Mds€ de profits avant



provisions, l'EBA a utilisé 3,7Mds€, nous avons 246Mds€ de RWA en stress, l'EBA a utilisé 244Mds€, mais nous avons 15Mds€ de provisions supplémentaires contre 10Mds€ pour l'EBA. Le taux de perte en stress utilisé par l'EBA est d'environ 50bps p.a. et nous avons franchement du mal à comprendre un si petit chiffre. Ceci étant dit, ce sera de bonnes nouvelles pour les investisseurs actions ou crédit. L'effet de l'AQR est de 55bps.

- **Deutsche Bank:** Les stress-tests n'ont jamais été un problème pour DB surtout après son augmentation de capital massive de 2014, ce que les résultats ont confirmé. Le seul point d'interrogation était l'AQR et son impact potentiel sur l'énorme *book* d'actifs de niveau 3. Les résultats sont une véritable marque de confiance pour les modèles de la DB - ou une preuve que les régulateurs sont totalement incapables de remettre en question les modèles des banques, puisque l'effet de l'AQR est de 7bps et l'effet de la revue de la valeur de marché ressemble plus au bonus d'un trader qu'au résultat de l'audit d'un bilan qui dépasse le milliard de milliards ! Cependant, la question principale pour DB reste son ratio de levier et la BCE a publié un ratio de levier de 2,4% - avant levée de capital, mais aussi avant l'impact de 455bps du stress-test. Ainsi DB ne passerait pas un stress test calculé sur le ratio de levier.

### iii. Benelux

- **KBC :** KBC a enregistré un excédent de 277bps, légèrement au-dessus de notre estimation, et un effet de l'AQR de 58bps. Rien de surprenant pour KBC et pas de catalyseur.
- **ING :** ING a enregistré un excédent de 315bps (nous avons estimé 280bps) et un petit effet de l'AQR (-29bps). ING peut sereinement poursuivre sa restructuration réussie.

### iv. Spain

- **BBVA :** BBVA est un défi à modéliser dans un stress-test en raison de ses expositions à travers le monde et nous avons une vue positive, mais prudente. Le résultat final est très positif avec un excédent de 347bps et seulement 21bps d'effet de l'AQR. Cela sera très positif pour les actions, l'AT1 et le crédit même si le marché pourrait remettre en question la crédibilité des scénarios en Amérique latine (300bps p.a. au Venezuela ne semble pas trop sévère.) La Turquie a également eu un scénario très modéré (65bps pa).
- **BFA (Holding de Bankia) :** Le résultat de l'évaluation globale est un hommage aux efforts déployés par les autorités espagnoles pour restructurer le secteur bancaire espagnol. L'excédent de fonds propres est de 480bps et l'AQR n'a eu un effet que de 8bps. Ceci est très bon pour le crédit, mais peut-être pas tant pour les actions : le résultat positif était attendu et l'effet de l'AQR, même aussi petit, pourrait être négatif car de nombreux analystes pensent que Bankia est une « *equity story* » de reprises de provisions.
- **Santander :** Santander est assez similaire à BBVA dans le sens où il y avait de la place pour de mauvaises surprises, surtout avec les énormes dividendes versés dans le passé. Toutefois, pour des raisons qui ne sont pas totalement claires pour nous, la BCE a finalement supposé que presque aucun dividende n'était payé par Santander dans le scénario de stress. L'excédent de fonds propres est donc de 345bps et l'effet de l'AQR est un tout petit 4bps. Nous avons un petit excédent (18bps) et, en ajustant pour les dividendes, nous avons un surplus plus



substantiel de 273bps, ce qui signifie que les résultats de l'évaluation globale donnent un coussin d'environ 90bps pour poursuivre la politique de dividende actuelle, qui est le principal moteur pour le prix actuel de l'action. Non négligeable, mais pas énorme non plus.

- **Caisse d'Épargne y Pensiones de Barcelona (tenue de CaixaBank) :** CaixaBank est un crédit solide et l'excédent (375bps) est conforme à nos estimations. L'effet de l'AQR est seulement de 4bps et nous nous attendons à une bonne réaction de la part des investisseurs.
- **Bankinter :** Sans surprise, le plus grand excédent de capital parmi les banques espagnoles cotées (530bps), mais un effet de l'AQR au-dessus de ses pairs (37bps) qui pourrait décevoir les investisseurs en actions.

#### v. Italie

- **Intesa Sanpaolo :** 281bps d'excès de capital, 90bps-dessus de notre estimation, et un petit effet de l'AQR (25bps), Intesa est le gagnant des stress-tests en Italie. Cela ne sera probablement pas une surprise pour grand monde, mais reste une bonne nouvelle, surtout lorsqu'on compare à Unicredit.
- **UniCredit :** Pour une grande banque cotée, Unicredit a un petit excédent de capital, seulement 129bps, conformément à notre 128bps estimé sur la base des données HY 2013 de l'EBA. L'effet de l'AQR est plus en ligne avec Intesa, à 19bps. Bien que les résultats en eux-mêmes soient plutôt bénins, nous croyons que la principale réaction négative pour Unicredit viendra de la comparaison avec Intesa.
- **Mediobanca :** Mediobanca n'est pas une « grande banque de bilan » et son coussin de fonds propres d'à peine 74bps pourrait surprendre négativement, même s'il résulte avant tout du point de départ plus faible (9,25% de CET1 à FY 2013 contre 11,95% pour Intesa). Le résultat de l'AQR est également assez décevant avec un effet de 85bps.

#### vi. Royaume-Uni

Rappelons que les banques britanniques ne font pas partie du SSM, et il n'y avait donc pas de processus d'AQR. Par ailleurs, les banques britanniques utilisant un ratio CET1 « fully loaded » (prise en compte totale de Bâle 3) contrairement aux autres banques européennes. Ceci étant dit, certains résultats nous surprennent, surtout pour Lloyds pour lesquels les chiffres de provisions sont extrêmement durs. Les résultats des stress-tests de l'EBA doivent également être lus comme un aperçu des futurs stress-tests menés par les autorités britanniques.

- **Barclays :** Barclays a un coussin de fonds propres de 160bps, 60bps en-dessous de notre estimation. Cela sera probablement un catalyseur limité pour la plupart des investisseurs, sauf peut-être pour l'AT1 avec un seuil de déclenchement de 7%, ce seuil étant dangereusement proche du résultat du stress test. La principale différence avec notre calcul (et donc la principale raison du coussin plus faible) est une perte hypothétique de 6,7Mds€ sur le portefeuille de trading, ce qui nous semble un risque lointain (et plus probablement du domaine du risque opérationnel, fraude etc.).

- **HSBC** : Comme prévu, l'évaluation globale est un non-événement pour HSBC avec un coussin de fonds propres de 380bps, légèrement supérieur à nos estimations.
- **Lloyds** : Nous pensons que les résultats de Lloyds sont parmi les plus surprenants. L'excédent de capital affiché est de seulement 70bps en raison de provisions très élevées en stress (25Mds€) et d'un point de départ très bas pour le bénéfice opérationnel avant provisions, qui ne reflète pas, à notre avis, la vraie profitabilité de la banque. Nous avons du mal à imaginer que Lloyds est moins robuste que Commerzbank dans un stress test – autrement que du fait de biais méthodologiques, et nous pensons que nous ne serons pas les seuls dans ce cas. Cependant il faut apporter une précision très importante : Lloyds a précisé qu'en appliquant les mêmes règles que les autres banques européennes sur le calcul du capital, l'excès de capital serait de 410bps, plus en ligne avec nos calculs et avec la qualité de la banque.
- **RBS** : RBS dispose d'un excédent de capital de 120bps, ce qui est une bonne nouvelle pour une banque qui se négocie toujours à un prix substantiellement inférieur à sa valeur comptable et qui a une importante unité Non Core. Ce résultat sera également favorable à la valorisation des hybrides existants. Notre estimation de provisions en stress était de 20.6Mds€ contre 20Mds€ pour l'EBA et la principale différence avec les résultats publiés est un traitement extrêmement dur des profits dans un scénario de stress.

#### vii. France

- **BNPP** : Ne vous laissez pas induire en erreur par la différence entre les stress tests et l'évaluation globale: BNP Paribas a un excès de capital de 257bps dans les stress-tests mais seulement 173bps dans l'évaluation globale, la différence étant expliquée par l'amende de l'OFAC. Avec un effet de l'AQR de 15bps un excédent de capital décent, nous pensons qu'il n'y a pas de catalyseur majeur, mais BNPP est un bon exemple de la complexité de la lecture des résultats.
- **BPCE** : BPCE a un excédent de 150bps et un effet AQR de 29bps. Ce ne sont pas de grandes nouvelles, en particulier pour une banque non cotée, et les résultats ne sont pas surprenants : nous avons estimé un CET1 en stress à 7,1% et l'EBA indique 7,2%.
- **Groupe Crédit Agricole** : CA sort des stress tests avec un excédent de capital important (333bps) et un petit effet de l'AQR (18bps). Bien que cela soit d'une importance limitée en raison du fait que nous avons toujours pensé que CA passerait les stress tests, c'est la troisième banque pour laquelle nous sommes vraiment surpris par l'estimation des provisions en stress, qui sont très faibles. Cela sera très favorable pour les titres cotés (actions, hybrides, AT1).
- **Société Générale** : SG a un excédent de capital solide à 265bps et un petit effet AQR de 22bps. Comme toujours, le marché - et sans doute aussi le management - se concentrera sur la comparaison avec BNPP et SG sera heureux des résultats. Nous pensons que les résultats meilleurs qu'attendus peuvent en grande partie être expliqués par les scénarios bénins sur l'Europe de l'Est, comme expliqué ci-dessus en ce qui concerne Erste et RZB (franchement, nous ne considérons pas 155bps de taux de perte annuelle sur la Russie comme un stress).



### viii. Banques nordiques

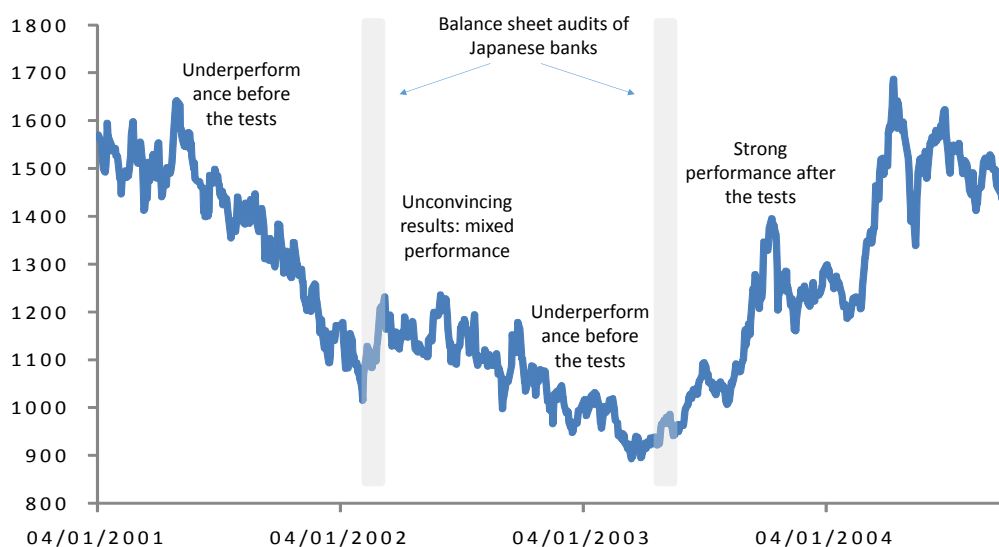
A part peut-être pour Danske, l'évaluation globale était un non-événement pour les banques nordiques et probablement plus une perte de temps et d'argent qu'autre chose. Les banques suédoises ont un ratio moyen de CET1 après stress de 13,7%, 11,31% pour la Norvège et 11,66% pour le Danemark. Et cela n'intéresse personne.

### V. Impact marché et prochaines étapes

Le marché a été très nerveux avant les tests de résistance. Personne ne voulait ajouter du risque à son portefeuille pour découvrir quelques semaines plus tard que la banque choisie avait été condamnée. Cela explique la volatilité et la liquidité réduite que nous avons récemment observé.

Notre conviction de base reste inchangée : l'évaluation globale est un catalyseur clé et l'événement le plus important pour le secteur bancaire depuis les actions décisives de la BCE en 2011. Un récent sondage réalisé par un courtier spécialisé a montré que 82% des investisseurs estimait que les stress tests pourraient être un événement très positif pour le secteur. Cependant, seuls 28% se positionnaient avant les résultats, le reste préférant voir les chiffres définitifs avant de prendre toute décision d'investissement importante. Une chose est certaine : ils ne seront pas tous en mesure d'acheter une banque à l'épreuve des stress-tests à 0,5x la valeur comptable lundi.

Le tableau ci-dessous illustre le mieux notre point de vue général sur le secteur. Au Japon, la ZIRP a commencé en 1999. Les créances douteuses issues de la bulle de crédit ont augmenté de 1986 à 1990 et grandi, grandi, au point que les régulateurs japonais ont décidé de lancer un audit afin de répondre à ces préoccupations à la fin de 2001. Le premier audit a été limité dans sa portée et n'a eu qu'un faible impact sur les banques (tout comme les tests de l'EBA 2011). L'exercice a été répété en 2003. Avec un résultat très différent !



*Performance de l'indice Nikkei banques avant et après les tests de résistance*





Nous croyons que ce catalyseur positif se résume à un facteur clé : le marché va donner du crédit aux régulateurs pour la robustesse de l'audit mené et aux banques pour leur anticipation des résultats, pour les restructurations engagées et pour le nettoyage des bilans.

La réaction initiale du marché actions a été très positive, mais la publication d'un mauvais chiffre allemand a immédiatement fait plonger les banques dans le rouge. Ceci illustre un point important : les effets des stress-tests sont structurels, de long terme, pas immédiat. Comme nous l'expliquons ci-dessus, il n'y a pas, banque par banque, et à quelques exceptions près, de catalyseur important directement lié aux stress tests. Sur notre portefeuille obligataire, en revanche, les effets sont plus immédiats.

Nous croyons également qu'il s'écoulera beaucoup de mois avant que les bénéfices des stress tests sur nos portefeuilles commencent à disparaître. Cependant, il est aussi très clair que les stress-tests sont maintenant derrière nous et que nous devons déjà mettre l'accent sur le « *next big thing* » pour le secteur financier. Ce qui suit est une liste des principales questions que nous allons suivre de près :

- **Risques** : les stress tests ne donnent qu'une image du secteur bancaire au 31/12/2013. Le monde a changé depuis, l'exemple le plus évident étant la comparaison entre le scénario de stress test pour l'Europe de l'Est (Russie notamment) et les développements actuels dans cette région. Nous mettrons à jour régulièrement nos propres modèles de stress test pour identifier toute fragilité dans ce secteur et d'éventuelles crises. Nous utiliserons également la transparence spectaculaire des données de l'EBA pour améliorer et calibrer nos modèles. Souvenez-vous que les stress tests ne sont pas une occurrence unique, mais un exercice récurrent!
- **Les litiges**, en particulier pour les banques avec de petits coussins de capital susceptibles d'être gravement compromis par des amendes réglementaires.
- **L'évolution du ratio de levier**, d'abord au niveau du Royaume-Uni avant la fin de l'année, puis au niveau européen. Cela pourrait avoir de forts impacts sur les actions.
- Le G20 à Brisbane mi-Novembre finalisera le débat sur le **TLAC** (Total Loss Absorbing Capital). C'est un événement clé pour la dette Tier 2.
- **La norme IFRS 9** sur le provisionnement ex-ante sera progressivement appliquée par les banques et aura un fort impact sur les valeurs comptables.
- **La révision fondamentale du portefeuille de négociation** sera l'élément le plus important sur l'ordre du jour des banques avec de grosses activités de marché.
- **Une consolidation** du secteur dans certains pays, avec des impacts évidents sur la dette ou les actions. L'Italie vient immédiatement à l'esprit, mais d'autres pays pourraient suivre.
- **Le travail réglementaire sur les RWA** va se poursuivre, avec un accent particulier sur les RWA faibles (crédits immobiliers, Govies, faibles LGD). Cela aura un impact important sur la



rentabilité et le business-mix futur, mais aussi sur le marché AT1. Nous croyons que les investisseurs ont été un peu trop rapides en se concentrant uniquement sur la composante CET1 du ratio CET1, oubliant que les RWA jouent un rôle aussi important.

