

TURBULENCES ITALIENNES : LA CONTAGION ENTRE LE RISQUE PAYS ET LE SECTEUR FINANCIER

Les tensions sur les taux d'Etat Italiens ont rapidement impacté les dettes émises par le secteur privé du pays. En dépit des récentes avancées du secteur bancaire italien en terme de solvabilité et de réduction des encours de créances douteuses, c'est principalement les dettes du secteur financier, et en particulier les dettes subordonnées, qui ont été impactées. Finalement, le lien historique entre le secteur financier et la dette d'état reste prégnant et cela est bien compréhensible.

Ainsi au 29 mai, les marges de crédit des indices Markit « iBoxx EUR Financials Italy » et « Germany » se sont tendus respectivement de 102 bps et de 20bps depuis le début du mois. La marge moyenne de l'indice « Iboxx Contingent Convertible Developed Market » (indice de référence correspondant aux dettes CoCos Additional Tier 1) est quant à elle passée de 335bps à 472bps pour une performance de -4,9% pour l'indice sur la période.

La contagion entre le risque pays et le secteur financier se joue à plusieurs niveaux.

Tout d'abord, les agences de notations évaluent la qualité de crédit d'une institution financière en se basant, en partie, sur le risque pays. **Moody's vient justement de placer la notation de l'Italie sous surveillance négative, ce qui pourrait avoir un impact sur la notation de certaines institutions financières en cas de dégradation de la note de l'Etat.**

Par ailleurs, **les banques et les compagnies d'assurances détiennent généralement de la dette publique locale, ce qui les lie financièrement à la performance de cette dernière.** Ainsi, UniCredit détient environ 51mds€ de titres d'Etat italien pour une base de fonds propres CET1 (Common Equity Tier 1) de 47mds€. Ce qui donne au groupe UniCredit un coussin de fonds propres de 13,9mds€ par rapport aux exigences de son régulateur. Autrement dit, la banque pourrait théoriquement subir une perte nette de plus de 13mds€ (soit une perte de 27% sur les 51mds€ détenus) sans que cela ne vienne remettre en cause sa conformité avec les exigences réglementaires de la BCE et remettre en cause les paiements de coupons sur les dettes Additional Tier 1 CoCos.

De manière analogue, Intesa Sanpaolo détenait à fin mars 29,9mds€ de titres souverains italiens (hors titres détenus dans les activités de sa filiale d'assurance), et un coussin de fonds propres de 14,6mds€ au-delà des exigences réglementaires. **Les émetteurs italiens sur lesquels nous sommes positionnés sont donc suffisamment capitalisés pour absorber un choc bien plus important sur la dette d'Etat italienne que celui que l'on vient de connaître.**

Aujourd'hui, **les coussins de fonds propres constitués par les principales banques et les compagnies d'assurances italiennes sont significatifs**, notamment au regard des exigences réglementaires et des précédentes crises. En effet, en excluant le scénario d'une restructuration de la dette publique italienne, ces coussins sont largement suffisants pour absorber une baisse importante des valorisations des titres souverains du pays. De plus, les dernières publications des résultats sont rassurantes et s'affichent depuis plusieurs trimestres sur une tendance opérationnelle positive pour les banques

(cessions d'actifs non-performants et une rentabilité en amélioration), tandis que Generali poursuit l'amélioration de sa marge de solvabilité (211% à fin mars 2018). Enfin, **une part significative de ces encours de dettes publiques est comptabilisée en « Held to maturity » dans les portefeuilles des banques et n'affecte donc pas leur compte de résultat ni leurs fonds propres.** La volatilité des titres souverains italiens peut donc peser sur la rentabilité des banques, dans la mesure où cela a un impact sur leurs coûts de financement, et donc sur leur marge nette d'intérêts, mais cela n'est pas aujourd'hui de nature à produire un effet bilanciel significatif.

Achévé de rédiger le 29 mai 2018

Avertissement :

Les informations contenues dans ce document ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les opinions exprimées par La Française se fondent sur les conditions de marché actuelles et sont susceptibles d'être modifiées sans avertissement. Ces opinions peuvent diverger de celles d'autres professionnels de l'investissement. Document publié par La Française AM Finance Services, siège social 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France, agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel en qualité de prestataire de services d'investissement sous le numéro 18673 X, société affiliée de La Française.