

Banques américaines et européennes : ce qui est important et ce qui ne l'est pas.

Achévé de rédiger
le 27 | 04 | 2023



La crise bancaire est-elle terminée ? Nous ne le pensons pas. Les banques peuvent mourir ou feindre leur mort de bien des façons, et bien que la situation ne soit peut-être pas aussi grave que celle de Credit Suisse, nous ne sommes pas encore pour autant tirés d'affaire. Comme nous l'avons expliqué dans nos précédentes notes, le stress provenant des acteurs régionaux américains ne saurait être extrapolé aux banques européennes. Cependant, cela devrait maintenir un plancher sur les spreads obligataires des banques sur l'ensemble de leur structure de capital pour les prochaines semaines.

Il est important d'éviter les titres accrocheurs et les indicateurs trompeurs. Analysons plutôt la dernière saison de parution de résultats du premier trimestre, qui est terminée aux États-Unis, mais encore d'actualité en Europe. Notre objectif est de vous fournir des réponses simples aux questions qui peuvent se poser ou se sont posées ces derniers jours. Il s'agit ici de séparer le bon grain de l'ivraie.

1/ Les résultats des banques européennes n'auront pas d'importance pour les détenteurs d'obligations bancaires.

Même si cela peut sembler audacieux de le prétendre alors que nous sommes encore en plein milieu de la saison des annonces de résultats, nous avons déjà suffisamment d'éléments pour affirmer que rien de considérable ne se passe en Europe.

Les actionnaires, les détenteurs d'obligations et les analystes de banques sont soumis à des modes passagères lorsqu'il s'agit d'évaluer la robustesse du bilan. Au cours des dernières années, nous nous sommes principalement concentrés sur les ratios de solvabilité et les tendances des prêts non performants, qui s'amélioreraient considérablement. Tous les regards se tournent désormais vers les tendances des dépôts de clients, les ratios de liquidité et les expositions à l'immobilier commercial. Cela aussi finira par passer.

Santander a dévoilé ses résultats le 25 avril, avec une baisse trimestrielle de 5,6 % des dépôts de clients en Espagne, ce qui a entraîné une sous-performance importante de son cours de bourse par rapport à celui des autres banques ce jour-là (aussi en raison d'une rentabilité plus faible au Brésil). Cela pourrait-il être le signe d'une prochaine tension de liquidité ? Non, certainement pas. Voici pourquoi : (i) les dépôts de clients sur une base consolidée ont baissé de seulement 1 % en variation trimestrielle et ont augmenté de 4 % en glissement annuel, (ii) les dépôts de clients en Espagne ont augmenté de 7,9 % en glissement annuel, (iii) la direction a déclaré que la plupart de la baisse des dépôts espagnols en variation trimestrielle était due à des entreprises et à la CLB et ceci principalement en janvier, avant le début de la crise bancaire. Les dépôts des clients peuvent être et sont souvent volatils, ils sont soumis à des ajustements saisonniers et dépendent à la fois du type de prêts accordés aux clients et de leur répartition géographique. Il semble que les investisseurs aient oublié cette réalité.

Jusqu'à présent, les preuves anecdotiques provenant des résultats d'autres banques en Europe ont montré qu'il n'y avait rien de significatif à signaler ici.

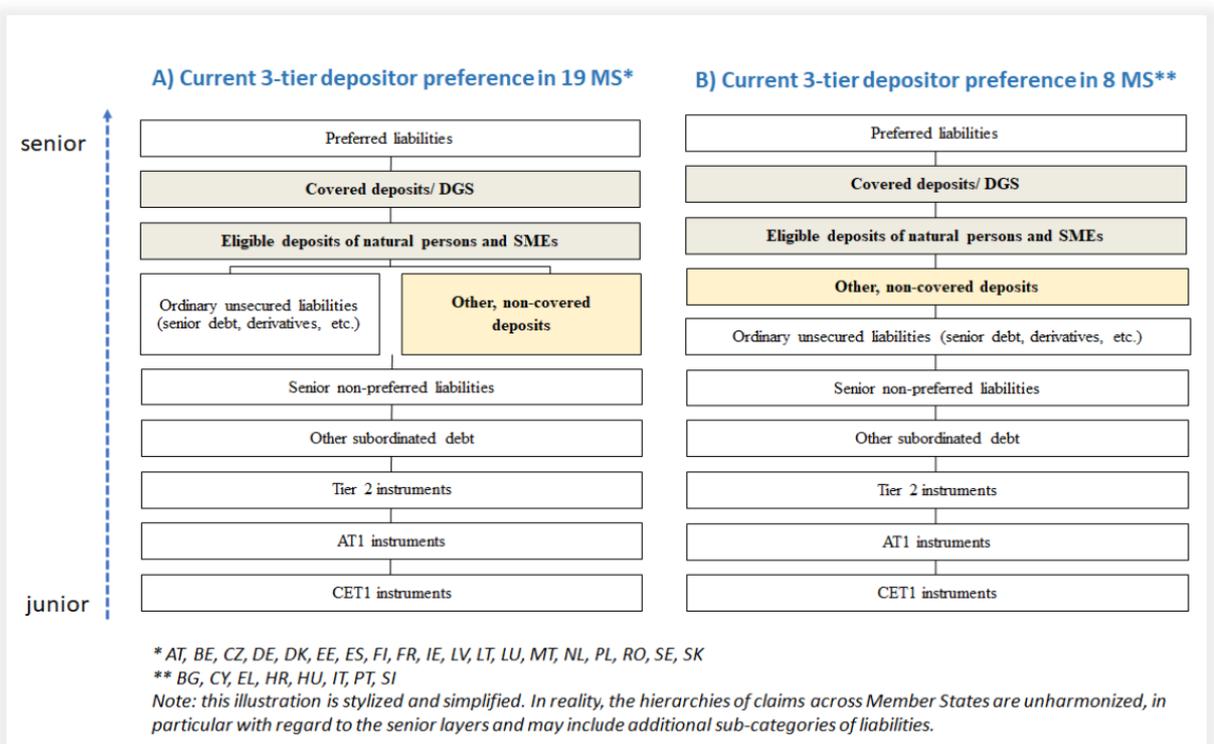
En conclusion, les tendances à long terme des banques sont plus importantes que les chiffres trimestriels. Ne retenez pas votre souffle pour cette saison de résultats des banques européennes.

2/ La Commission européenne souhaite renforcer la préférence des déposants : C'est un coup d'épée dans l'eau.

La Commission européenne (CE) a publié le 18 avril une proposition pour ajuster le cadre de gestion de crise bancaire et d'assurance-dépôts existants de l'UE, en mettant l'accent sur les banques de taille moyenne et plus petites. Comme pour tous les sujets réglementaires, cela devient vraiment technique, nous ne vous embêterons donc pas avec des détails qui ne sont pertinents que pour les passionnés de banque, et nous le simplifierons autant que possible.

L'idée de base est de sanctuariser la préférence des déposants contre les détenteurs d'obligations non garanties seniors (et d'autres créances de même rang). Attendez, n'était-ce pas déjà le cas ? Plus ou moins. C'était déjà explicitement le cas dans plusieurs pays, tels que le Portugal ou l'Italie, mais c'était seulement implicite dans la plupart des autres pays. Comme toujours, c'est un choix que doit faire le régulateur (et le gouvernement) si une banque tombe en résolution (et, en Europe, les résolutions bancaires n'ont touché ni les déposants ni les obligations non garanties seniors au cours des sept dernières années).

Représentation simplifiée en trois niveaux de la préférence des déposants dans les hiérarchies actuelles des créanciers en vertu des lois sur l'insolvabilité.



Un autre aspect positif pour les déposants est que les fonds des régimes de garantie des dépôts compléteront désormais la capacité d'absorption des pertes en résolution pour les petites et moyennes banques. Cela semble bon sur le papier, mais cela aura des conséquences pour les détenteurs d'obligations seniors, car certaines petites et moyennes banques pourraient voir leur notation de dette senior privilégiée (Senior Preferred) rétrogradée d'un cran chez Moody's (nous ne prévoyons pas d'impact pour les autres agences de notation) et elles devront également émettre plus d'obligations non garanties seniors pour renforcer leur "capacité d'absorption des pertes" afin de protéger les déposants.

Dans le secteur bancaire, l'augmentation de l'effet de levier de votre bilan peut paradoxalement entraîner une amélioration de vos notations de crédit et vous amener à être considéré comme plus sûr. Cependant, l'accès aux marchés primaires pour les petites banques est devenu très coûteux, et le remplacement du financement TLTRO (qui ne coûtait rien, voire pouvait être bénéfique pour les banques) par des obligations non garanties seniors coûteuses ne sera pas favorable à leur rentabilité.

Nous ne mentionnerons pas ici plusieurs autres propositions de la CE qui, selon nous, ont peu de chances de surmonter les obstacles politiques ou d'avoir un impact concret sur les détenteurs d'obligations, à part nous donner matière à réflexion.

Quelles leçons pouvons-nous tirer de tout ça ? :

- Protéger les déposants est positif pour limiter les théoriques "bank runs", mais cela ne changera rien en pratique pour les résolutions bancaires et pour la perception de la façon dont les dépôts peuvent être considérés comme "sûrs" lorsqu'une banque est confrontée à une crise de liquidité. Les déposants ont été protégés lors des faillites de Credit Suisse et des trois banques américaines, mais cela ne les empêchera pas de fuir d'autres banques, comme First Republic Bank (*plus d'informations ci-dessous*).
- Forcer les petites banques à émettre plus de dettes nuira à leur rentabilité et à leur capacité à renforcer leurs ratios de capital. Nous avons déjà exprimé nos préoccupations quant au fait de forcer les petites banques à émettre des obligations seniors à des coûts insoutenables, mais cela ne semble pas être une préoccupation pour la CE. L'Autorité bancaire européenne et la BCE pourraient avoir un avis différent.

3/ Les banques américaines : la crise est loin d'être terminée.

Les gros titres se concentrent généralement d'abord sur les grandes banques américaines et leur performance. Alerte spoiler : rien de significatif pour les détenteurs d'obligations ici. Ensuite, viennent les résultats des banques américaines "plus petites" (mais toujours systémiques). Une attention particulière a logiquement été accordée à l'attrition des dépôts de clients. Les résultats étaient mitigés et n'ont pas vraiment dissipé les craintes, mais les sorties de dépôts semblent s'être stabilisées à la fin de mars 2023.

Et puis est arrivée First Republic Bank (FRB). Nous avons déjà écrit il y a plus d'un mois sur la rapide chute de cette banque et sur le rôle significatif joué par les agences de notation en la déclassant en catégorie à haut rendement, alimentant ainsi le cercle vicieux entourant l'institution de crédit.

Les dépôts de ses clients ont chuté d'environ 40% entre le 9 et le 31 mars, et de 60% si nous excluons les 30 milliards d'euros de dépôts injectés par un consortium de grandes banques américaines. Ces dépôts bloqués provenant de grandes banques, ainsi que les lignes de liquidité de la Fed, représentent désormais environ 63% des passifs de FRB (hors fonds propres).

Cette banque ne peut pas survivre seule, et il est maintenant question de savoir à quelle vitesse elle doit être résolue. La FDIC, ainsi que la Fed et le gouvernement, devront agir très rapidement pour proposer une solution décente. Ces agences sont également censées donner leurs premières conclusions en mai sur l'état des banques régionales américaines.

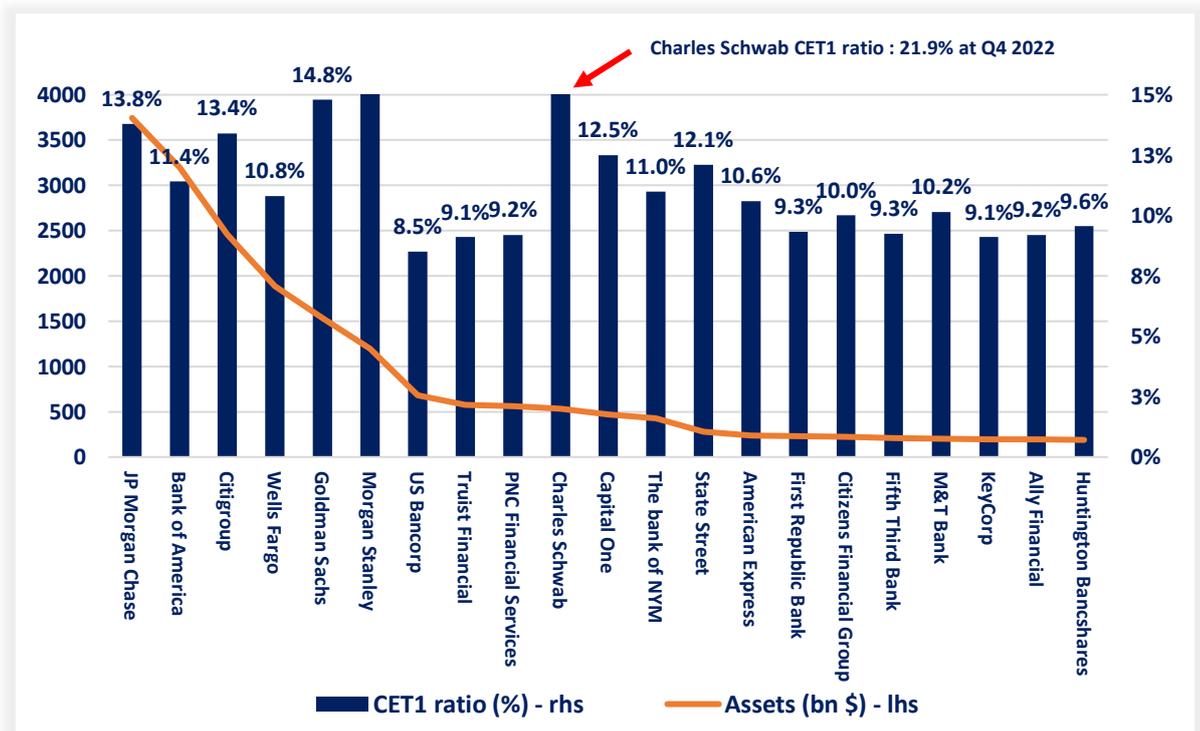
Quelles sont les prochaines étapes pour les banques américaines ?

- Nous maintenons notre point de vue selon lequel FRB devrait subir le même sort que Silicon Valley Bank, mais d'autres banques (des plus petites banques qui n'ont pas une importance systémique) auront besoin d'aide dans les mois à venir. (Placement

sous tutelle de la FDIC, fusions forcées et acquisitions, résolutions...). Le manque de confiance envers les institutions fragiles ne s'arrêtera pas à FRB.

- La réglementation pour les banques en dehors du top six se fera au détriment de la rémunération de leurs actionnaires. Le graphique ci-dessous montre comment les banques en dehors des six premières ont des ratios de fonds propres de catégorie 1 (CET1) qui n'ont pas été vus en Europe depuis la mise en œuvre de Bâle 3, il y a plus de dix ans. Renforcer les coussins de capital et de liquidité, ainsi que l'émission de dettes supplémentaires si la réglementation TLAC leur est appliquée, aura un coût, dont le fardeau devra être supporté par les actionnaires. Ces banques accusent un retard de dix ans par rapport aux réglementations bancaires plus strictes en Europe, et les régulateurs ont reconnu que cela a pu être une erreur. Néanmoins, la réglementation devrait être mise en œuvre de manière souple afin d'éviter chutes désordonnées des ratios de solvabilité. Nous ne prévoyons pas d'événements de crédit pour les 20 premières banques américaines en termes d'actifs, mais nous restons méfiants à l'égard de leurs tendances de dépôts (en particulier pour Schwab et Truist, dont la base de dépôts a chuté de plus de 10% en glissement trimestriel à fin mars 2023). La vitesse des flux de dépôts aux États-Unis est un véritable sujet qui ne peut être négligé.
- Le cœur du problème vient de toutes les banques que nous ne pouvons pas surveiller. Ces quelque 4 200 institutions, dont les actifs sont inférieurs à 100 milliards de dollars. Nous avons montré dans nos rapports précédents qu'elles étaient les principaux financeurs de l'immobilier commercial américain, et nous n'avons aucune idée de la manière dont elles sont gérées. Ce qui est certain, c'est que si la Silicon Valley Bank a pu gérer son bilan comme elle l'a fait sans aucun avertissement des régulateurs, nous ne pouvons pas être trop prudents quant à l'état de toutes ces banques beaucoup plus petites.
- Plus de réglementation + plus d'émission de dette + des courbes de rendement inversées = moins de rentabilité et moins de distribution de crédit. Les conséquences se feront également sentir sur le plan macroéconomique.

Les 20 premières banques américaines classées par taille d'actifs (en milliards de dollars ; échelle de gauche) et leur ratio de fonds propres de catégorie 1 (CET1) à fin mars 2023.



Sources: companies, Bloomberg. Données à fin mars 2023, sauf pour Charles Schwab (fin 2022).

Conclusion - Pourquoi sommes-nous prudents sur les obligations bancaires à travers leurs tranches de subordination ?

La raison la plus évidente est que nous ne pensons pas que les spreads des banques européennes puissent être épargnés du sort des banques américaines, même si les normes de réglementation et les tendances fondamentales varient considérablement de part et d'autre de l'Atlantique. Les détenteurs d'obligations ne peuvent pas ignorer la possibilité d'une crise de crédit théorique (credit crunch) aux États-Unis qui pourrait atteindre les rives européennes.

La deuxième raison est que les marchés du crédit continuent de se négocier avec le même niveau de liquidité (faible) que nous avons connu depuis 2022. Des flux peu dynamiques et une volatilité des taux élevée ne font pas bon ménage.

L'annonce récente du remboursement anticipé ("call") de la dette AT1 CoCo d'UniCredit le 27 avril pourrait être considérée comme un signal positif pour la classe d'actifs, mais la banque a pu la racheter sans la remplacer grâce à des coussins AT1 excédentaires (nous estimons un coussin réglementaire AT1 pro forma de 0,44 %, soit environ 1,4 milliard d'euros, post-call avec des chiffres de solvabilité fin 2022). Une hirondelle ne fait pas le printemps, donc n'oublions pas que toutes les banques ne peuvent pas, ni ne voudront, rembourser par anticipation leurs obligations Tier 2 ou AT1 dans les prochains mois. Cela se reflète largement dans la plupart des prix actuels, mais la volatilité des spreads est toujours présente au travers des AT1, des Tier 2 et des obligations senior non garanties.

Les obligations bancaires sont négociées à des rabais importants par rapport à leurs homologues non financiers et elles devraient continuer à fluctuer de cette manière dans un avenir proche. Les marchés de crédit semblent anticiper une récession et un possible resserrement du crédit, tandis que les marchés d'actions se concentrent sur les produits de luxe et l'intelligence artificielle.

Jérémie Boudinet, Responsable du Crédit Investment Grade, avec l'aide de **Mélanie Hoffbeck**, Gérante et Analyste Crédit.