

# HORS-SÉRIE

## *Les banques périphériques n'existent plus*

Achévé de rédiger le 13/09/2024

Ce document à caractère promotionnel est réservé exclusivement à des clients non-professionnels et professionnels au sens de la Directive MIF (Directive 2014/65/UE)

**LA FRANÇAISE**

Crédit Mutuel Alliance Fédérale

**Crédit Mutuel**  
Asset Management



## Les banques périphériques n'existent plus

”

**Jérémie Boudinet**

Responsable de la  
Gestion sur les Dettes  
Financières et  
Subordonnées

*La saison des résultats du S1 2024 s'achève et le constat est sans appel : il n'y a plus lieu de parler de « banques périphériques » et de les discriminer en conséquence. L'amélioration continue de la rentabilité et de la solidité bilancielle de ces banques se poursuit encore, et cette dynamique est désormais sur un point d'inflexion : les bilans des banques de pays dits « core » commencent très légèrement à se détériorer et affichent des rentabilités parfois décevantes, tandis que les « périphériques » continuent de surfer sur leur vague. Comme un clin d'œil à ce constat, UniCredit, banque longtemps en difficulté, vient de prendre une participation d'environ 9 % dans Commerzbank et annonce son envie de potentiellement effectuer une OPA sur la banque allemande.*

*Nous allons voir dans cette note à quel point et comment les banques « périphériques » ont su rattraper leurs concurrentes étrangères, pourquoi ce changement n'est pas circonstanciel, mais bien paradigmatique et dépasse le cadre de la santé économique de leur État souverain de référence, et ce que cela implique en termes d'allocation sur les dettes obligataires bancaires.*

### 1. Le Rattrapage à marche forcée : un chemin douloureux, mais désormais achevé

Fut un temps où les banques espagnoles, irlandaises, italiennes, portugaises et grecques étaient totalement coupées des marchés interbancaires et entièrement dépendantes des facilités de financements et liquidités d'urgence de la Banque centrale européenne (LTRO, ELA)<sup>1</sup>. Ces banques étaient qualifiées de « zombies » en raison de taux de créances douteuses et de déficits de fonds propres considérables et avec des notations financières parfois proches du défaut.

Les pays autrefois surnommés péjorativement « PIIGS » (Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne) ont dû injecter des dizaines et des dizaines de milliards d'euros pour faire tenir leurs banques locales, tandis que la réglementation bancaire post-Lehman Brothers, Bâle 3, les forçaient de surcroît à aplanir à marche forcée leurs bilans, tout en les maintenant en vie grâce au statut de prêteur en dernier ressort de la BCE. Il y a eu des faillites/restructurations bancaires violentes (Bankia, Banco Espírito Santo, Banco Popular, banques italiennes vénètes, Monte dei Paschi...), de la consolidation menée au pas de charge, des années sans aucun dividende pour les actionnaires, des valorisations très décotées...

**Non seulement ce temps est largement révolu, mais la santé de ces banques est désormais au beau fixe, avec des niveaux de rentabilité et de solidité financière faisant pâlir beaucoup de leurs concurrentes dites « core ».** Voyons ceci en trois points : la qualité de crédit des bilans, leur solvabilité et la rentabilité.

#### a) La fin des banques « zombies » et la normalisation des bilans

**Les banques périphériques ont eu grand peine à gérer la forte hausse de leurs encours de créances douteuses suite au double choc de la Grande crise financière de 2007-2008 et de la crise de l'euro (2009-2012).** Les mesures de soutien en provenance de la Troïka, de leurs États et de diverses instances de régulation et de soutien ont été tardives (l'État italien a largement tardé à prendre le problème de son système bancaire à bras le corps, contrairement à l'Irlande ou à l'Espagne), implantées seulement localement et souvent avec difficulté (mise en place de la structure de défaillance, bad bank, Sareb en Espagne ou de la NAMA en Irlande). L'opacité des bilans, notamment pour les banques de petites tailles locales, allait de mise avec des définitions nationales éparses de ce qui constituait alors une créance douteuse, tout comme les règles de provisionnement qui laissaient une grande part de discrétion aux banques et à leurs instances de régulation locales.

<sup>1</sup> On se souvient d'une époque, particulièrement entre 2012 et 2017, où les banques « périphériques » manquaient de collatéral éligible pour les opérations classiques de MRO/LTRO et qu'elles devaient créer des programmes de Covered Bonds (obligations senior sécurisées par des collatéraux de type prêts hypothécaires ou prêts au service public) et de titrisations, qu'elles émettaient, achetaient à elles-mêmes, avant de les placer en garantie auprès de la BCE. L'ELA, Emergency Liquidity Assistance, était un autre mécanisme où une banque négociait de gré à gré auprès de sa Banque centrale nationale l'obtention de liquidités contre des collatéraux normalement inéligibles.

### Les prêts non performants posaient un quadruple problème aux banques :

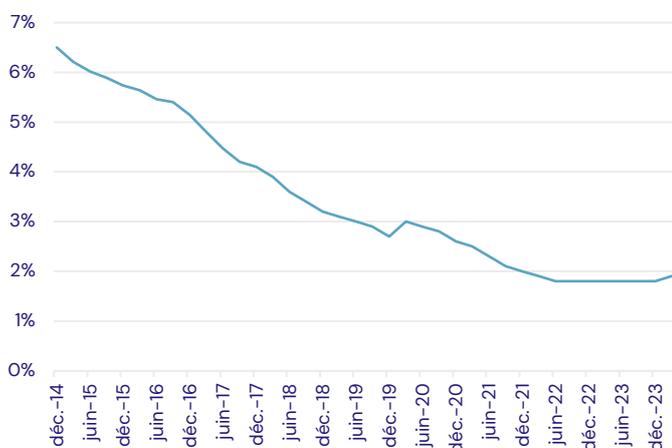
- Cela les empêchait de produire de nouveaux prêts, tout en mobilisant davantage de fonds propres qu'un prêt performant, les rendant « zombies » en termes d'activité ;
- Les procédures de restructuration des prêts ou de saisies des biens immobiliers sous-jacents étaient longues, incertaines, et les banques se retrouvaient avec un stock important de biens immobiliers plus ou moins achevés et revendables, les obligeant à revendre ces collatéraux saisis avec difficulté ou bien moyennant de larges décotes ;
- Toute vente ou liquidation de prêt non performant ou d'un bien immobilier saisi ne peut se faire qu'en provisionnant à hauteur de la valeur de cession. Beaucoup de banques devaient donc jouer la montre pour augmenter leur stock de provisions sans casser leurs exigences de fonds propres, tout en essayant de minimiser la moins-value de cession ;
- Outre la pression réglementaire et financière des stocks de créances douteuses, leur proportion était un facteur d'ostracisation important sur les marchés financiers, rendant l'accès des émetteurs au financement de marché plus onéreux, voire prohibitif.

La situation s'est progressivement améliorée avec la mise en place de la BCE comme instance de régulation des grandes banques européennes, puis avec l'entrée en application en 2018 et 2021 des nouvelles normes comptables IFRS9 et de l'Union européenne sur le provisionnement des créances douteuses et les nombreux travaux de l'Autorité bancaire européenne (EBA), notamment sur l'harmonisation et le suivi des règles liées au traitement des créances douteuses.

Les banques ont progressivement pu faire diminuer leurs stocks de prêts non performants grâce à l'amélioration progressive des conditions macroéconomiques, aux mesures accommodantes de la BCE sur la liquidité et à une concentration progressive des secteurs bancaires nationaux. L'attrition des stocks a donc été pour partie organique, mais surtout liée à la **vente de nombreux portefeuilles de prêts non performants à des acteurs tiers non bancaires (sociétés spécialisées dans le recouvrement de dettes, sociétés de gestion d'actifs)**, car les niveaux de cession devenaient progressivement moins contraignants en termes de moins-values de cessions, et donc de provisions supplémentaires à effectuer. Le rattrapage a pu s'accélérer fortement ces dernières années grâce à des niveaux de fonds propres plus adéquats (voir ci-dessous), et **les niveaux de créances douteuses sont désormais largement revenus en deçà du niveau symbolique de 5 % que la BCE avait fixé comme cap** il y a plusieurs années de manière non officielle.

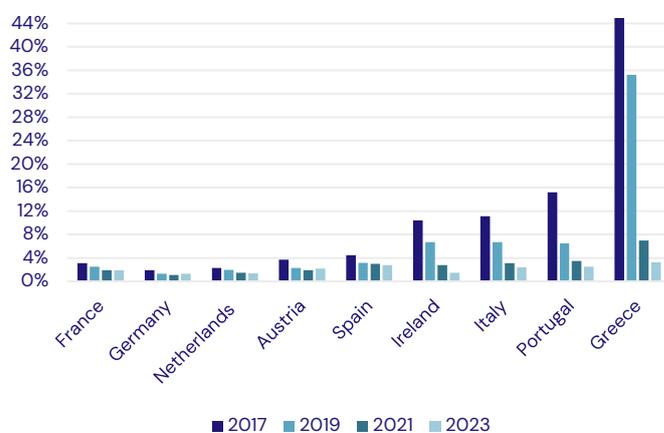
Les graphiques ci-dessous sont tirés des tableaux de bord trimestriels de l'EBA (qui ne sont en place que depuis 2014) et l'on remarque la **très nette normalisation des niveaux de créances douteuses (NPL en anglais) entre banques de pays « périphériques » et pays « core »**.

Évolution du niveau moyen de créances douteuses en proportion des prêts totaux pour les banques de la zone euro



Source : EBA, données à fin mars 2024.

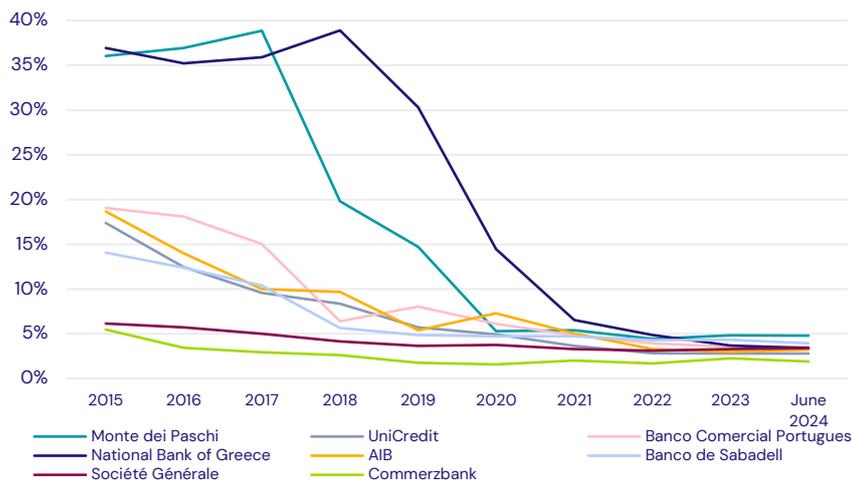
Évolution du niveau moyen de créances douteuses en proportion des prêts totaux sur une sélection de pays



Source : EBA, données à fin décembre 2023.

Les résultats à fin juin 2024 publiés ces dernières semaines sont une preuve éclatante qu'il n'existe plus d'écart significatif entre les banques dites « périphériques » et « core », ce que l'on peut constater dans le graphique ci-dessous, mais aussi dans les ratios de couverture des NPL, qui donnent le niveau du stock de provisions existantes par rapport au stock de créances douteuses restantes (voir plus bas). Certaines banques françaises ou allemandes ont par ailleurs fait état de ratios de NPL en augmentation sur le semestre, bien que partant de bases faibles, et sans que cela soit inquiétant pour le moment.

Évolution de la proportion des actifs non performants (créances et autres actifs) par rapport aux prêts totaux d'une sélection de banques européennes



Sources : Bloomberg, sociétés, données à fin juin 2024.

## b) Des ratios de solvabilité robustes au prix d'années de disette pour les actionnaires

L'implémentation progressive des règles de Bâle 3 à partir de 2013 a forcé les banques à faire progresser à la fois la qualité (disparition de plusieurs dérogations pour faire gonfler les ratios de fonds propres) et la quantité de fonds propres qu'elles détenaient, et notamment des ratios Common Equity Tier 1 (anciennement appelés Core Tier 1 en format Bâle 2). Ces mesures ont été par la suite complétées par la mise en place d'un ratio de levier Bâle 3 (capital Tier 1 / actifs bilan et hors bilan), de deux ratios de liquidité (LCR et NSFR) et d'une réglementation visant à forcer les banques à détenir suffisamment de passif pouvant

absorber des pertes afin de protéger les déposants (TLAC pour les banques systémiques mondiales et MREL pour toutes les banques européennes).

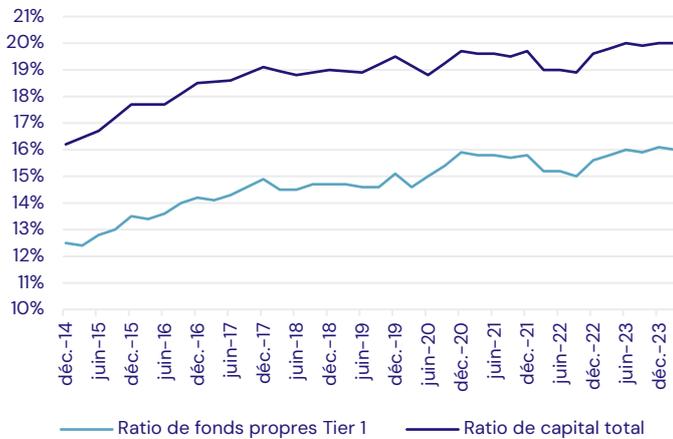
La BCE, une fois devenue régulateur des banques de la zone euro fin 2014, a notamment mis en place un système d'exigences de fonds propres progressif et plus pénalisant pour les banques dont la qualité bilanciale laissait à désirer (SREP ; Supervisory Review and Evaluation Process). Elle a en outre diligemment plusieurs stress tests (aux résultats parfois discutables) et mené une revue des calculs des encours d'actifs pondérés par le risque (Risk-Weighted Assets) estimés par les modèles internes des grandes banques européennes, qui avaient tendance à sous-évaluer les montants de fonds propres nécessaires à placer en face des actifs détenus aux bilans (TRIM ; Targeted Review of Internal Models).

Cela n'a pas été sans heurts. D'innombrables augmentations de capital et cessions d'actifs ont dû être effectuées entre 2012 et 2017, qui ont notamment permis à UniCredit (13 Mds€ levés début 2017 en augmentation de capital) ou Deutsche Bank (8 Mds€ levés en 2017 + 2 Mds€ sur la cession partielle de DWS) de rassurer les marchés quant à leur solidité. Plusieurs banques n'ont pu suivre le mouvement et ont dû être rachetées pour une bouchée de pain par de plus grands établissements, parfois au prix d'une mise à contribution des créanciers subordonnés (banques vénètes en 2016-2017 par exemple). Le mantra post-Lehman Brothers qui devait signer la fin du « Too Big To Fail » s'est ainsi totalement inversé : seules les banques les plus fortes en solvabilité et en taille pouvaient survivre à cet environnement réglementaire. Les ratios de distribution de dividendes (pay-out ratios) ont longtemps souffert des besoins de mise en réserve des résultats afin de rassurer régulateurs et investisseurs, en gardant des coussins de fonds propres confortables.

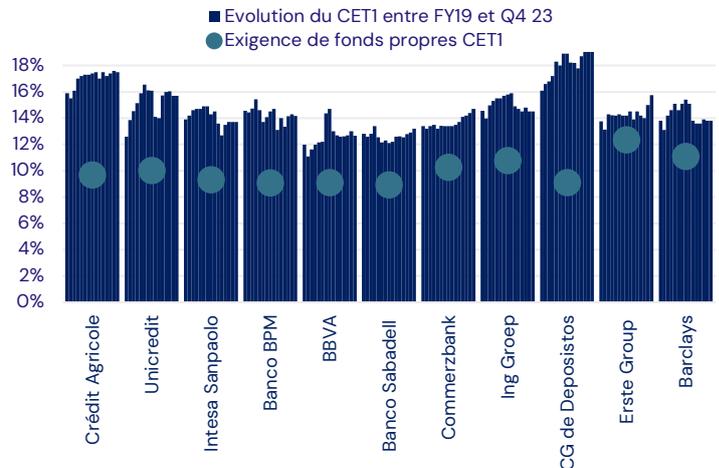
La crise du Covid-19 a été le dernier symbole fort de la prise du contrôle des autorités publiques sur le secteur bancaire, avec l'arrêt total des dividendes du secteur bancaire, en échange de mesures protectrices sur l'accès à la liquidité pour les banques européennes. Cela a notamment permis de poursuivre la mise en réserve des résultats nets des banques et d'augmenter encore leurs coussins de fonds propres par rapport aux exigences réglementaires.

Les ratios CET1 des banques européennes sont désormais sur un rythme de croisière et n'ont pas vocation à décroître sensiblement, comme nous allons le voir en deuxième partie.

Évolution de ratio CET1 et du ratio de capital total des banques européennes (moyenne européenne en % des RWA)



Évolution du ratio CET1 d'une sélection de banques entre fin 2019 et fin 2023 par rapport à la dernière exigence en capital CET1 en vigueur



Source : EBA, données à fin mars 2024.

Source : sociétés, données à fin décembre sur chaque année.

### c) Une rentabilité enfin au beau fixe : merci l'inflation !

**Bâle 3 a aussi acté la fin définitive des années glorieuses pour les banques, forcées de se débarrasser d'activités lucratives en banque d'investissement ou en investissements directs, et de se « déleverager » massivement**, ce qui, pour un business par nature centré autour de l'effet de levier, a naturellement fait diminuer les ratios de rentabilité des banques.

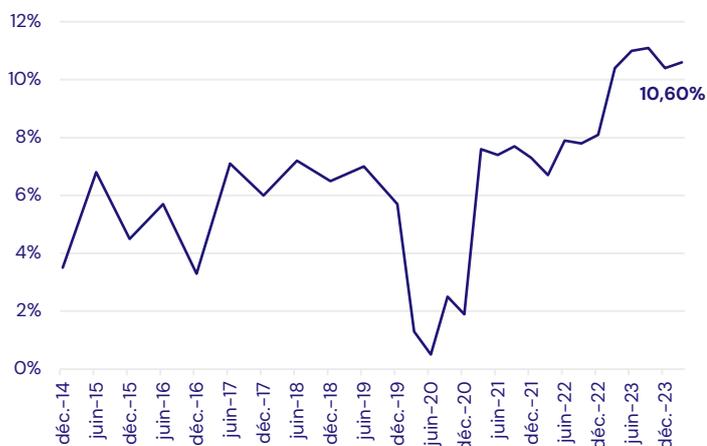
**Les effets réglementaires se sont couplés à des années de taux bas, voire négatifs, qui ont fortement pénalisé les banques sur leurs revenus nets d'intérêts<sup>2</sup>**. Les banques « périphériques » ont donc péniblement traversé les années précédant 2022 avec **une rentabilité à la fois contrainte par leur coût du risque** (l'effort de provisionnement pour les créances douteuses) et par des **revenus en berne**, tandis que les **coûts opérationnels** peinaient à se réduire, en raison de réseaux de banques de détail trop denses et peu rentables. On peut aussi rajouter à ce cocktail des coûts parfois considérables liés à des préjudices judiciaires et scandales financiers pouvant remonter jusqu'à la Grande crise financière.

**Malgré la baisse progressive des provisions et l'adaptation progressive des coûts opérationnels, la bouffée d'air frais pour les banques est venue du retour de l'inflation**, qui a permis particulièrement aux banques périphériques de **retrouver des marges de manœuvre en termes de marges nettes d'intérêts**, avec un coût de rémunération des dépôts en deçà de l'évolution du « pricing » moyen du portefeuille de prêts et des actifs financiers détenus.

Les données agrégées de l'EBA à fin mars 2024 font apparaître ci-dessous **l'effet très net du retour de l'inflation à partir de 2022 sur les Return on Equity, conjugué à un environnement macroéconomique stable et sans détérioration du coût du risque de provisions pour les banques**. Les données par pays mettent en évidence le retour en grâce des banques périphériques.

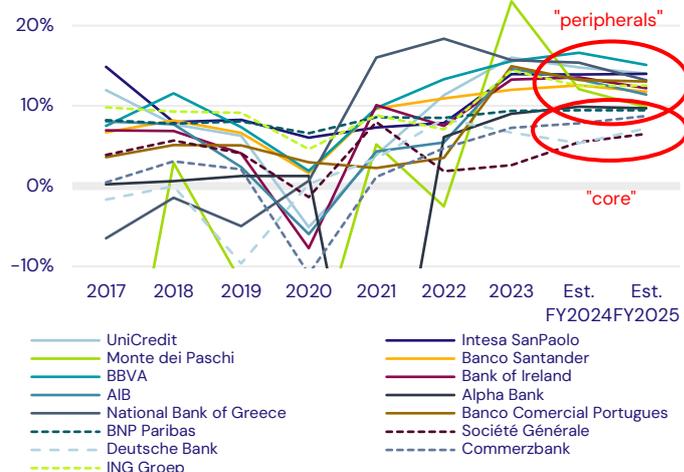
<sup>2</sup> Définition simplifiée des revenus nets d'intérêts : les produits d'intérêts générés sur les actifs financiers détenus et prêts accordés, auxquels on soustrait tous les coûts de rémunération des dépôts et des dettes obligataires émises.

Évolution du Return on Equity moyen du secteur bancaire de la zone euro



Source : EBA, données à fin mars 2024.

Évolution du Return on Common Equity passé et attendu selon le consensus d'une sélection de banques européennes



Source : Bloomberg, données de consensus estimées pour 2024 et 2025 selon Bloomberg en août 2024.

Le graphique ci-dessus à droite met aussi en évidence les trajectoires des *Return on Common Equity* annualisés attendus par le consensus pour une sélection de banques sur les années 2024 et 2025, et l'on constate là encore les trajectoires différenciées entre banques dites « périphériques » et « core ». Alors que les premières maintiennent des RoCE attendus pour 2024 et 2025 à deux chiffres, les banques « core » peinent quant à elles à atteindre les 10 %.

## 2. Il n'y aura pas de retour en arrière : la transformation des banques est structurelle

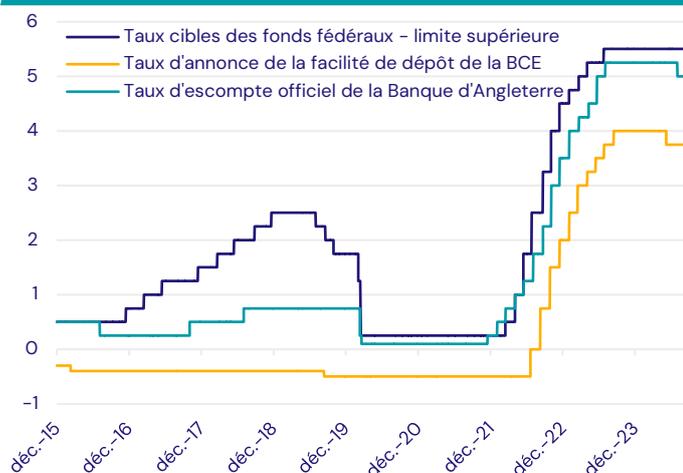
Les banques sont un secteur historiquement considéré comme cyclique, et il semble logique de craindre qu'un retournement macroéconomique, des baisses de taux, des détériorations des prêts performants ne viennent affecter les pays et les secteurs bancaires les plus fragiles de nouveau. Les banques « périphériques » sont-elles plus cycliques que leurs homologues « core » ? L'embellie actuelle n'est-elle qu'un point haut dans leur cycle de long terme ?

Notre réponse est : non. Les banques européennes ont été durablement transformées ces dernières années par l'environnement réglementaire, comptable et macroéconomique. Le travail d'assainissement des bilans bancaires « périphériques » n'est pas qu'un coup de balai effectué en attendant la prochaine tempête, mais bien la base d'un **changement de paradigme dans la cyclicité et la gestion des bilans sur le long terme**. Prenons cette thèse sous les mêmes angles que précédemment.

### a) La baisse à venir des taux : un danger plus important pour les banques « périphériques » ?

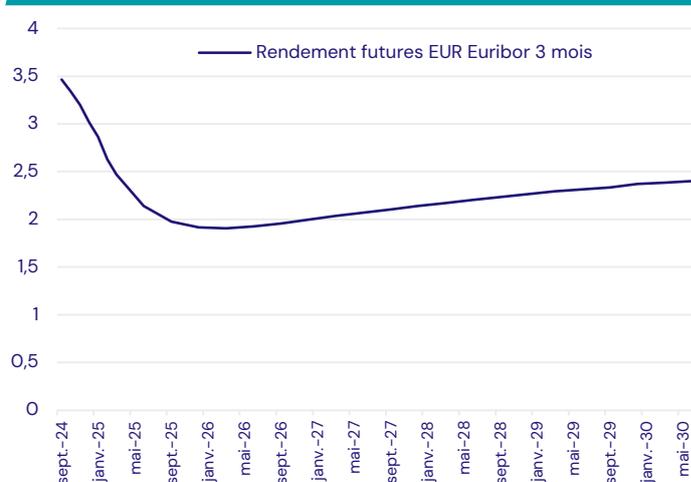
Comme nous l'avons vu plus haut, la rentabilité des banques, et notamment des banques « périphériques » a progressé aussi grâce au mouvement de hausse des taux. Se pose donc la question de leur atterrissage potentiel, maintenant que les Banques centrales abordent le virage de la désinflation. Les discussions autour du rythme ou de l'ampleur des baisses de taux directeurs à venir ne rentrent pas dans le cadre de cette note, mais l'on peut au moins constater que les attentes du marché sont loin d'un retour à des taux « zéro » (voir graphique ci-dessous), ce qui fut le paradigme prévalant avant 2022.

Évolution des taux directeurs des Banques centrales (en %)



Source : Bloomberg, données au 12/09/2024.

Courbe des contrats futures Euribor 3 mois (rendement en %)



Source : Bloomberg, données au 12/09/2024.

Outre le fait que les taux directeurs et taux souverains ne devraient pas revenir sur les niveaux pré-2022, **une pentification des courbes serait bénéfique pour les marges nettes d'intérêts**, puisque les banques rémunèrent les dépôts et se financent sur des échéances courtes, tandis qu'elles octroient des prêts sur des échéances longues.

**Il existe deux aspects conjoints pour apprécier la trajectoire des revenus nets d'intérêts des banques durant les trimestres et années à venir :**

- **Les volumes d'octroi de prêts**, notamment dans le secteur résidentiel, qui pourraient repartir à la hausse avec les baisses de taux, mais à condition que le contexte macroéconomique ne se détériore pas trop fortement et rapidement (ce qui n'est pas attendu pour le moment en zone euro) ;
- **L'évolution de la rémunération des dépôts**, qu'ils soient sur des livrets classiques ou bien à terme. Certains marchés sont plus concurrentiels que d'autres, et notamment la France, où l'épargne réglementée (Livret A/LDD, etc.) et les comptes à terme forcent les banques à rogner sur leurs marges, tandis que la pression est moins forte dans d'autres pays, comme en Espagne ou en Italie, avec une migration moindre vers des dépôts à terme et faite à la place en partie sur des obligations d'État à destination de la clientèle de détail.

**Nous estimons que les banques « périphériques » sont dans une situation plus favorable à d'autres marchés dits « core », comme la France ou l'Allemagne, sur ces points-là**, avec des « deposit beta » (repricing de la rémunération des dépôts en fonction des changements de taux) moyens considérés comme assez résilients.

Enfin, il convient de garder en tête que **la plupart des banques européennes disposent d'activités permettant des rentabilités convenables et provenant de sources variables** (banque d'investissement, assurance, gestion d'actifs, leasing...), **pouvant servir de stabilisateurs en cas de secousses sur les revenus nets d'intérêts, qui devraient quant à eux diminuer quelque peu durant les trimestres à venir du fait des baisses progressives des taux.**

**La maîtrise des coûts opérationnels est un sujet structurel pour les banques de détail européennes, notamment du fait de réseaux d'agences encore assez importants** et des banques/services en ligne encore déficitaires. Nous notons au niveau européen **une moyenne du coefficient d'exploitation (charges opérationnelles divisées par les revenus) à 54,6 % à fin mars 2024** (données de l'EBA), contre 60,6 % à fin 2022, 63,3 % à fin 2021 et 65,2 % à fin 2020, ce qui permet de demeurer sereins quant à une éventuelle contraction des revenus.

**Les structures de coûts efficaces ne sont pas étrangères aux effets d'échelle permis par la forte concentration du secteur bancaire européen aux échelles nationales, et plus particulièrement en Espagne et en Italie**, avec les rapprochements de grands acteurs, qui leur permettent de rationaliser progressivement leur réseau local tout en opérant des économies d'échelle. L'OPA hostile de BBVA sur Banco Sabadell en est une illustration récente. Nous reviendrons ci-après sur la thématique des fusions dans le secteur bancaire européen.

## b) Créances douteuses : elles augmentent pour toutes les banques européennes, mais ne reviennent pas sur des niveaux inquiétants

Alors que la saison des résultats du deuxième trimestre 2024 vient de s'achever, on note un point d'inflexion pour certaines banques, quels que soient les pays. En France, on note une augmentation du taux de créances douteuses de 0,1 pp pour Société Générale entre fin 2023 et fin juin 2024 à 3,0 %, avec un coût du risque multiplié par plus de deux, notamment du fait de dossiers de place localisés en France, tandis que le Groupe Crédit Agricole a quant à lui publié des indicateurs stables. En Italie, la proportion de créances douteuses diminue encore pour Banco BPM (de 3,5 % à 3,25 % en un semestre), est stable pour Monte dei Paschi (3,7 %) ou augmente légèrement pour BPER Banca (+20 bp à 2,8 %). Cette tendance est logique, alors que le taux de défaillance d'entreprises repart quelque peu à la hausse et que les niveaux d'encours douteux sont à des niveaux historiquement faibles, donc des ratios de créances douteuses faibles peuvent facilement augmenter à partir de cet effet de base. Dans les autres pays européens, les tendances sont similaires, avec de très légères remontées des ratios de NPL pour les banques avec les ratios les plus faibles, ou bien des niveaux plutôt équivalents à ceux datant de fin 2023. **Les taux de couverture restent quant à eux, dans leur ensemble, assez stables sur le semestre.**

Nous pourrions évoquer les grandes tendances macroéconomiques à venir pour en déduire les évolutions des taux de créances douteuses, mais, en réalité, il n'y a pas besoin de cela selon nous pour estimer que les créances douteuses ne sont plus un sujet de cyclicité, mais un sujet comptable et réglementaire. Voici pourquoi :

- **Commençons par un indicateur qui pourrait paraître pertinent, mais qui ne l'est pas : les prêts « stage 2 ».** Les créances sont désormais réparties en trois catégories en Europe : les prêts « stage 1 » sont « performants ». Les prêts en « stage 3 » sont non performants (c'est-à-dire en arriérés de paiement de plus de 90 jours ou en défaut). Il existe une catégorie intermédiaire, les prêts « stage 2 », considérés comme « sous surveillance ». Cela peut représenter des prêts en arriérés de paiement entre 30 et 90 jours, des prêts restructurés ou bien des prêts pour lesquels on craint une défaillance de l'emprunteur sans que rien ne se soit manifesté. Mais cette catégorisation est en réalité floue, et **les ratios donnés par les banques européennes, pouvant aller de 5 % à 13 % selon les pays et les banques, sont un piètre indicateur de la détérioration potentielle des bilans** (passage de « stage 2 » à « stage 3 »). La raison est simple : les prêts classés « stage 2 » le sont à partir de modèles statistiques, laissés à la discrétion des banques ! Une banque italienne avec qui nous avons échangé il y a quelques mois nous avait confié qu'elle allait devoir adapter son modèle, car ses prêts « stage 2 » ressortaient trop en dessous des autres banques locales. Ceci dit, **on peut noter que les prêts « stage 2 » - avec toutes les réserves que nous gardons sur la pertinence de cet indicateur - des banques italiennes continuent de diminuer dans leur ensemble**, passant de 12,2 Mds€ à 11,3 Mds€ pour Banco BPM en un semestre, ou encore de 7,8 Mds€ à 6,9 Mds€ en un trimestre pour BPER Banca par exemple.
- **IFRS 9 est une norme comptable procyclique, et qui forcera les banques à augmenter leurs provisions en amont des détériorations de la qualité de crédit de leurs portefeuilles de prêts.** Cette norme comptable fonctionne sur un modèle de « pertes attendues » (contre des modèles de pertes réalisées auparavant), modélisées à partir d'hypothèses macroéconomiques prévisionnelles. Cela a pour but d'éviter les retards d'efforts de provisionnement, qui ont grevé les banques « périphériques » durant plusieurs années, suite à la crise de l'euro. Cette procyclicité pourrait entraîner une baisse plus importante et rapide de la rentabilité des banques en cas de détérioration de l'environnement macroéconomique, mais **à pour avantage d'inciter les banques à la prudence dans leur politique d'octroi de prêts**, afin de prévenir tout choc de coût du risque. En cas de récession en Europe, et donc dans des pays dits « périphériques », les provisions grimperaient donc plus rapidement, mais **cela serait surtout dommageable pour les actionnaires (effet sur le compte de résultat), tandis que les créanciers seraient quant à eux rassurés de voir les niveaux de provisionnement progresser (effet bilanciel), plutôt que de servir des dividendes supplémentaires aux actionnaires.** Signalons enfin que **les taux de créances douteuses et leur évolution sont surtout une fonction retardée de l'évolution du taux de chômage**, donc de la capacité des emprunteurs à honorer leurs paiements, et non une fonction du niveau absolu des taux, puisque les taux sur les prêts sont désormais essentiellement à taux fixe dans les pays « périphériques ».

- **Les règles de provisionnement d'IFRS 9 ont été en sus complétées en 2021 par l'Union européenne** (via un amendement au règlement CRR, tiré de la Directive Fonds Propres, dite CRD en anglais) et la BCE. Ces règles sont très claires : **toute créance douteuse devra très rapidement être entièrement provisionnée** (c'est-à-dire que la banque devra mettre de côté le montant total du prêt considéré comme défaillant). Le dispositif ne laisse pas de place aux tergiversations : si la créance est non collatéralisée, elle devra être provisionnée à hauteur de 35 % au bout d'un an et à 100 % au bout de 2 ans. Si elle dispose d'un collatéral (mobilier ou immobilier), la banque aura davantage de temps pour effectuer ses provisions, mais la hausse du taux de provision est clairement régentée et il n'est désormais plus loisible pour une banque de traîner dans son effort de hausse du coût du risque. **L'incitation à ne pas avoir de créances douteuses en portefeuille est donc très grande, car l'effort doit vite être fourni via le compte de résultat de la banque**, en plus de mobiliser davantage de fonds propres. **Pour résumer, les normes comptables sont davantage procycliques, et obligent donc les banques à adopter des comportements contracycliques ou proactifs**, ce que l'on va voir dans le paragraphe suivant.
- **Les banques se débarrasseront de leurs créances douteuses en cas d'augmentation significative.** Plusieurs banques « périphériques » ont encore annoncé des cessions de portefeuilles de créances douteuses au S1 2024, dont la banque irlandaise Permanent TSB, qui a cédé près de la moitié de son stock durant le semestre (cession de 348 M€ pour un stock restant de 400 M€, soit un ratio de NPL qui passe de 3,3 % à fin 2023 à 1,7 % à fin juin 2024 !), tandis que la banque grecque Alpha Bank a poursuivi des cessions de créances douteuses pour faire passer son ratio de créances douteuses de 6 % à fin mars 2024 à 4,7 % à fin juin, pour un ratio de couverture resté stable sur la période. **Pourquoi céder les créances douteuses plutôt que gérer leur stock et optimiser leur recouvrement ? Par pression réglementaire, en plus de la pression comptable.** La BCE est très claire sur le fait que les banques avec des taux de créances douteuses seront toujours davantage pénalisées sur leurs exigences de fonds propres (et donc de distribution aux actionnaires). **Il est donc plus simple pour une banque de transférer les créances douteuses, que ce soit via des transactions de portefeuilles ou bien par des transactions synthétiques** (on parle de plus en plus des **SRT, Significant Risk Transfer**, soit des titrisations synthétiques permettant de diminuer la charge de fonds propres requise sur des prêts considérés comme risqués), que de les garder, au prix d'une stigmatisation auprès des investisseurs et des régulateurs.

**Tous ces éléments concourent à forcer les banques à ne pas garder leurs créances douteuses dans leurs bilans, ce qui rendra les banques moins cycliques pour les créanciers, mais pas nécessairement pour les actionnaires, qui seront les premiers impactés potentiellement par le coût à payer d'une cession ou d'un provisionnement plus rapide. Cela ne signifie donc pas que les créances douteuses disparaîtront véritablement, mais qu'elles seront réparties dans la nébuleuse du shadow banking, et non plus dans les bilans bancaires.**

**Si nous anticipons une tendance légèrement à la hausse pour les ratios de NPL en Europe durant les trimestres à venir, cela est essentiellement dû à des niveaux de base très faibles, à la résurgence de défaillances d'entreprises, d'un contexte immobilier moins favorable, mais nous n'anticipons pas de sous-performance des banques « périphériques » dans ce contexte.**

### **c) Le maintien des ratios de solvabilité à des niveaux élevés : les régulateurs resteront inflexibles**

**Les ratios de solvabilité des banques sont, de manière générale, plutôt stables pour les banques européennes, tout comme leurs exigences de solvabilité demandées par la BCE chaque année**, ce qui permet aux managements de pouvoir piloter plus efficacement leurs distributions aux actionnaires, tout en donnant des guidances claires en termes de marge de coussin de fonds propres (elles sont en général de 2-3 pp de ratios de solvabilité en surcroît des exigences à respecter pour les grandes banques). Les grandes banques « périphériques » étaient déjà largement en conformité avec ces coussins, mais on remarque depuis plusieurs trimestres maintenant des surplus plus conséquents pour les banques de taille moindre, qui restent prudentes et modérées dans leurs distributions (Permanent TSB, Cajamar, BP di Sondrio, Montepio Geral...). L'exemple le plus éclatant, et symbolique, est celui de Novo Banco, qui peinait il y a encore 2 ans à respecter ses exigences de fonds propres et de passifs (MREL), et qui maintenant affiche un ratio CET1 de 19,9 %, en hausse de +1,75 pp depuis le début de l'année, contre une exigence CET1 minimum de 9,3 %.

**Ce confort actuel dans les coussins de fonds propres ne devrait pas se détériorer, et ce plus particulièrement pour les banques « périphériques » :**

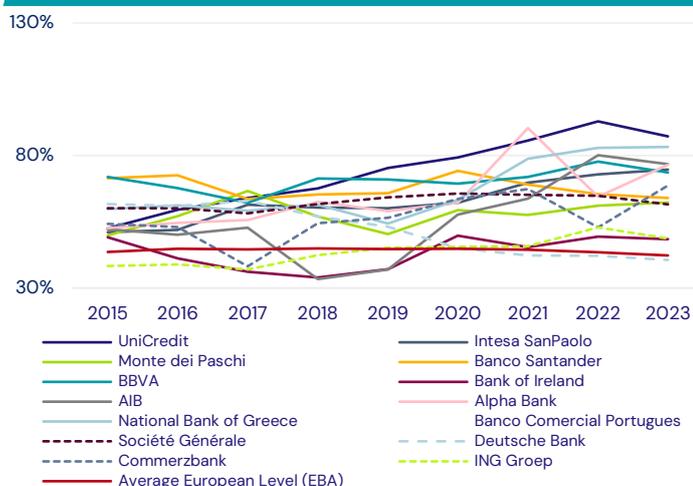
- **Le MREL, applicable à toutes les banques européennes**, exige que les banques maintiennent des coussins importants de passifs pouvant faire l'objet d'une liquidation ou dépréciation afin de protéger les déposants. Cela concerne à la fois les fonds propres durs (CET1), mais aussi les dettes subordonnées (AT1, Tier 2) et senior (Senior Non-preferred et Senior Preferred). Les besoins d'émissions obligataires des banques sont donc plus importants que par le passé, ce qui explique pourquoi le marché primaire de la dette bancaire est aussi dynamique et sans relâche, car **les besoins MREL croissent chaque année et cela sera encore le cas durant au moins 2 ans**. Il est donc indispensable pour les banques, et plus particulièrement pour les banques périphériques, de **maintenir un accès au marché primaire dans des conditions raisonnables**, en sachant qu'elles n'ont par ailleurs plus le luxe de se reposer sur les liquidités gratuites de la BCE via les TLTRO.
- **Pour ce faire, elles doivent donc garder des notations financières confortables**. Comme on peut le constater sur le graphique ci-dessous, la trajectoire de rehaussement des notations des banques « périphériques » les plus en difficultés est spectaculaire. Or, les banques périphériques ont un plafond de notation infranchissable, à moins d'avoir des opérations significatives dans d'autres pays : celui de leur souverain de référence. **Les banques « périphériques » sont donc fortement incitées à maintenir des bilans impeccables, afin de garder des notations les plus proches possibles de leur État**. Une autre solution pour obtenir des notations plus favorables est de grossir en taille, puisque c'est un facteur non négligeable dans l'évaluation des notations des agences. **Cela favorise donc la concentration du secteur**.
- **Les régulateurs ne baisseront pas la garde et continuent de diminuer la cyclicité du secteur pour les créanciers obligataires**. Les exigences de fonds propres, revues chaque année par la BCE et les régulateurs nationaux, contiennent plusieurs sous-composantes, dont deux sont particulièrement importantes pour les banques « périphériques » : **1/ les coussins de Pilier 2, soit des exigences propres à chaque banque en fonction de la qualité de son bilan**, qui augmentent si le bilan se détériore et **2/ le coussin contracyclique**, qui, comme son nom l'indique, est activé par un régulateur national (et non par la BCE) s'il décrète que l'économie locale est en surchauffe et force donc les banques à modérer leur politique bilancielle pour éviter tout dérapage incontrôlé (on pense notamment aux stigmates des excès du marché de la construction immobilière en Espagne avant la Grande crise financière). Par ailleurs, gardons en tête que **les régulateurs ont le dernier mot sur les distributions aux actionnaires, et qu'ils ont le droit d'exiger une modération, voire une suppression de ces distributions** (cf. Covid-19).
- **Le futur de la réglementation bancaire n'augure aucun relâchement possible**. On pense évidemment à **la finalisation des règles de Bâle 3, surnommées improprement Bâle 4**, qui ont pour principal objectif d'éviter de trop grandes disparités dans les calculs des encours de risques pondérés utilisés comme dénominateur dans le calcul des ratios de fonds propres. Pour faire simple, la règle exige que les modèles internes des banques ne s'écartent pas trop des matrices de calcul standard à l'échelle mondiale. Cela aura surtout des conséquences pour les grandes banques européennes, qui disposent de modèles internes complexes validés par les régulateurs, mais cela aura moins d'effet pour les banques « périphériques », qui ont des modèles internes moins englobants, voire n'en disposent pas du tout pour les petites banques. Bâle 4 permettra donc à ces dernières de rester compétitives en termes d'octroi de prêts ou de détention de titres financiers par rapport aux plus grands acteurs<sup>3</sup>. L'autre aspect laissant augurer un contrôle strict des ratios de solvabilité réglementaires est l'ESG. La BCE a commencé à introduire des ratios de contrôle (Green Asset Ratio) non contraignants pour le moment, mais devient de plus en plus pressante sur la prise en compte des risques environnementaux à l'actif des bilans bancaires, notamment via des stress tests et des revues régulières des politiques engagées. **Les banques « périphériques », et plus particulièrement celles de petite taille, ont un retard logique en la matière, et devront donc améliorer considérablement leurs pratiques et rapports extra-financiers, afin d'éviter la menace d'exigences de fonds propres supplémentaires<sup>4</sup>**.

**En conclusion, les banques dites « périphériques » ont non seulement rattrapé leur retard en termes de solidité financière, mais disposent de garde-fous considérables pour prévenir toute détérioration significative de leurs bilans. Il est important d'aller au-delà de la cyclicité réelle des comptes de résultat pour se pencher sur la contracyclicité considérable des politiques comptables et réglementaires mises en place ces dernières années.**

<sup>3</sup> La date d'entrée en application de Bâle 4, ainsi que ses modalités détaillées, sont encore en discussion, avec l'Europe qui attend les résultats des prochaines élections américaines avant d'amender la directive attenante, afin d'éviter de le faire toute seule dans son coin. Les Américains avaient déjà lâché les Européens sur l'application de Bâle 2 en 2007, mais, cette fois-ci, ce sont les États-Unis qui font davantage pression pour faire avancer le texte.

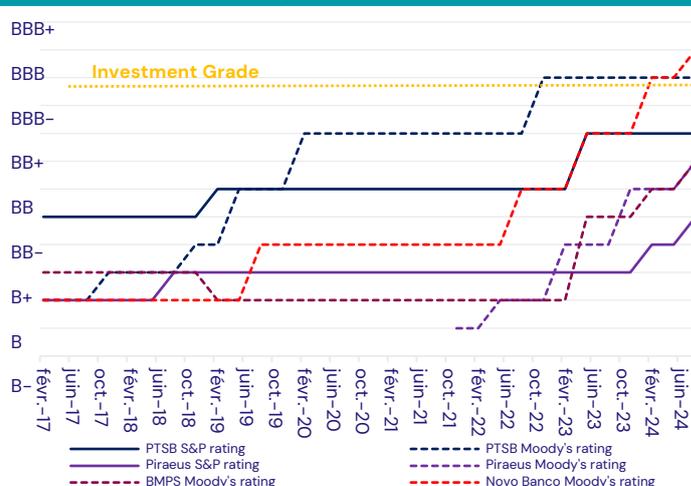
<sup>4</sup> L'EBA et la BCE semblent s'accorder sur une possible intégration dans le futur de l'ESG dans les contraintes de solvabilité dites de Pilier 1.

Évolution des créances douteuses d'une sélection de banques (en % des créances douteuses)



Source : Bloomberg, données à fin mars 2023. Ces données peuvent différer des ratios de couverture fournis par les sociétés en raison de différences de méthodes de calcul et d'harmonisation des données.

 volution des notations de S&P et Moody's d'une sélection de banques « périphériques » (en échelle S&P)



Sources : S&P, Moody's, Bloomberg à fin juillet 2024. PTSB : Permanent TSB, B MPS : Banca Monte dei Paschi di Siena.

## Conclusion : une allocation de qualité plus large dans les portefeuilles de dettes bancaires senior et subordonnées

Les banques sont souvent considérées comme un « proxy » de la santé de leur état souverain de référence, et les obligations bancaires ont donc tendance à évoluer en fonction des disparités des spreads de leurs souverains. Si nous ne remettons pas en cause la cyclicité de l'activité bancaire en soi, nous avons montré ci-dessus que **le secteur européen était désormais largement contrôlé par des politiques réglementaires et comptables anticycliques**, qui étaient par le passé l'apanage de secteurs comme l'assurance ou les services aux collectivités (utilities). D'autre part, **la BCE, cette fois-ci sous sa casquette de Banque centrale, a aussi su limiter l'envolée des spreads des pays périphériques** ces dernières années, et bien que ce « put » soit surtout théorique, il n'en demeure pas moins important pour l'unité de la zone euro, et donc de l'accès au marché des banques « périphériques ». Non seulement nous estimons que la santé des banques « périphériques » ne devrait pas se détériorer outre mesure et dans une amplitude supérieure à celle de banques dites « core » si jamais la santé de leur économie locale pût d'une récession, mais nous arguons **qu'elles ont désormais la robustesse nécessaire pour prévenir toute détérioration majeure potentielle de leur bilan**. Cette tendance, couplée à la forte consolidation des secteurs bancaires espagnol et italien, renforce la crédibilité et la facilité d'accès aux marchés obligataires de celles-ci.

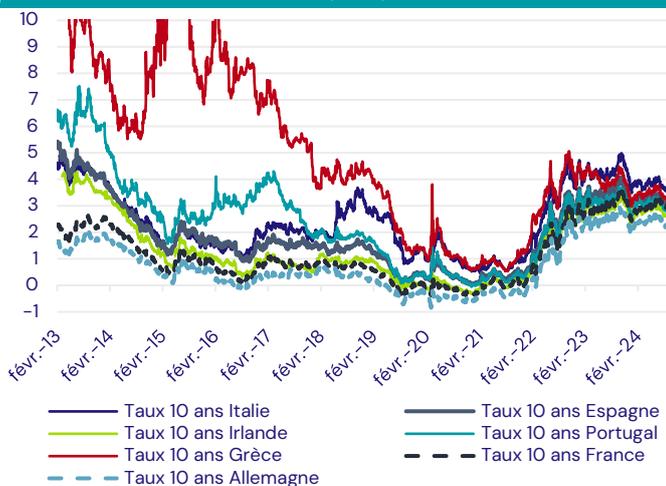
Ces tendances fondamentales ont des implications concrètes en termes d'allocation d'actifs sur les dettes financières, senior et subordonnées :

- ** largissement des allocations vers des émetteurs désormais de qualité et sur des obligations plus liquides.** Nous avons toujours centré notre philosophie d'investissement sur la liquidité des titres sur lesquels nous investissons, que ce soit en dette senior ou subordonnée. Les **exigences MREL** ont pour conséquence que les banques dites « périphériques » doivent désormais émettre régulièrement des titres, et notamment des dettes senior (Preferred et Non-Preferred), ce qui permet d'avoir des **courbes plus liquides** et réduit les coûts de trading et facilite une allocation dynamique. D'autre part, **les rehaussements importants de notations** font que la plupart des banques ont des dettes désormais notées en catégorie Investment Grade ou BB, ce qui attire davantage d'investisseurs, ainsi que **leur inclusion dans des indices et des ETF, ce qui améliore aussi leur liquidité.**
- **La possibilité d'investir sur des banques moins connues, mais de bonne qualité, notamment en dette subordonnée.** Le corollaire du point pr c dent est l'ouverture du marché obligataire à des banques qui en étaient absentes, se contentant jusqu'alors d'émettre des Covered Bonds et de bénéficier des TLTRO de la BCE. Maintenant que les banques « périphériques » de taille moindre ont un accès facilité au marché primaire, nous attendons de potentielles émissions AT1 CoCos inauguraux de la part de Banca Monte dei Paschi di Siena, Cajamar, National Bank of Greece ou encore Novo Banco (notamment pour optimiser leur structure de capital dans ce dernier cas) dans un avenir plus ou moins proche, si tant est que les conditions leur soient favorables en termes de spreads à l'émission.
- **La possibilité de bénéficier des tendances à la consolidation du secteur.** Nous mentionnons régulièrement dans nos publications bi-hebdomadaires les différentes rumeurs et concrétisations de fusions et acquisitions en Europe, et notamment la dernière grande en date, à savoir l'OPA hostile de BBVA sur Banco de Sabadell, qui est toujours en cours.

Les investissements sur les banques pouvant faire l'objet de M&A ont des timings toujours incertains, mais cela est moins problématique dans la mesure où les tendances fondamentales demeurent porteuses et rassurantes. Plusieurs noms reviennent régulièrement dans les rumeurs de fusions : Novo Banco, Monte dei Paschi, BPER Banca, BP di Sondrio, entre autres. Pour l'heure, les fusions transnationales sont encore trop complexes d'un point de vue réglementaire, à l'exception de la région ibérique, où plusieurs banques espagnoles et portugaises sont déjà liées (Abanca, Bankinter, Santander, CaixaBank ont chacune une filiale locale). **Nous voyons donc ces fusions potentielles d'un œil positif, étant donné que les fusions sont fermement contrôlées et ne donnent pas lieu à des excès dans les écarts de survalueur à l'achat (goodwill), du fait des contraintes réglementaires.** La prise de participation de 9 % du capital de Commerzbank par UniCredit, tout en se ménageant la possibilité d'aller plus loin, est un premier cas concret de velléité de M&A transfrontalier, avec ici une symbolique forte, puisqu'il s'agit d'une banque italienne, certes avec déjà une présence en Allemagne, qui se porterait acquéreuse d'une banque allemande. La réaction des syndicats de Commerzbank<sup>5</sup>, ceux-ci appelant à une ouverture avec une banque française plutôt qu'avec des Italiens, cache mal un mépris larvé envers la réputation du système bancaire italien, qui n'a plus lieu d'être.

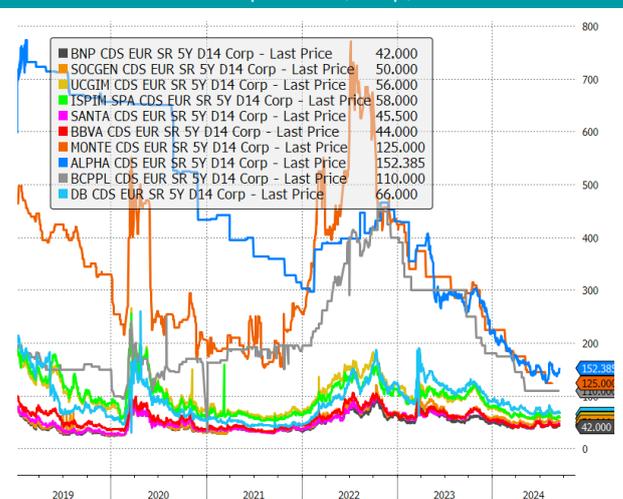
- **La dernière conséquence est sans doute pour l'heure davantage un vœu pieux qu'une réalité : une volatilité moindre pour les spreads bancaires « périphériques » à terme par rapport aux obligations non financières, notamment en dette senior.** Les spreads bancaires ont naturellement tendance à s'écarter davantage par rapport à des souches non financières comparables, du fait de leur cyclicité perçue, ainsi que par une corrélation plus importante durant les périodes de stress avec les taux souverains « périphériques » ou les marchés actions. Nous estimons (et espérons) que la perception des investisseurs saura à terme refléter le changement de paradigme des banques européennes, et particulièrement des banques « périphériques », en termes de robustesse.

Évolution du rendement d'une sélection de taux souverains à 10 ans (en %)



Source : Bloomberg au 12/09/2024.

Évolution des CDS<sup>6</sup> € senior 5 ans d'une sélection de banques européennes (en bp)



Source : Bloomberg au 12/09/2024

**Investir comporte des risques, notamment de perte en capital, prenez-en connaissance. Les performances passées ne présagent pas des performances futures.**

<sup>5</sup> Déclarations de Stefan Wittmann, du syndicat Ver.di, qui siège au conseil d'administration de Commerzbank : "I can imagine that if the banking market were to be reorganized, there would be more willingness to go down new paths with the French than what I see with Italy for instance". "We understand each other better with the French in terms of industrial policy and on how to run a bank, than with the Milanese". "We do not need Italians to come in and wind up traditional German banks."

<sup>6</sup> Les CDS « single name » sont souvent peu traités, notamment sur les banques de petite taille, donc ces données sont à nuancer par le manque de liquidité des contrats, mais reflètent une tendance à long terme pertinente malgré tout selon nous.

Édité par Crédit Mutuel Asset Management : 4, rue Gaillon 75002 Paris. Société de gestion d'actifs agréée par l'AMF sous le numéro GP 97 138. Société Anonyme au capital de 3 871 680 euros immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 388 555 021 Code APE 6630Z. TVA Intracommunautaire :

FR 70 3 88 555 021. Crédit Mutuel Asset Management est une filiale du Groupe La Française, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale. La Française AM Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 ([www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr)) et enregistrée à l'ORIAS ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)) sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations n'ont pas de valeur contractuelle, sont susceptibles d'évoluer et peuvent différer des opinions d'autres professionnels de la gestion. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) [www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr), Autorité des Marchés Financiers (AMF) [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).