

Flash AXIOM AI – Le risque de coupon sur les AT1

Compte tenu des perspectives macro-économiques, la question du paiement des coupons sur les AT1 est aujourd'hui, selon nous, le risque principal de ce marché. Il peut, nous semble-t-il, provenir de deux sources :

1/ Par principe, les banques peuvent se voir contraintes de ne pas payer de coupons si leur niveau de capital descend au-dessous d'un seuil, le "Seuil MDA", pour Maximum Distributable Amounts.

2/ Les autorités pourraient imposer ce non-paiement aux banques.

La question du non-paiement des coupons d'AT1 doit donc se décomposer en trois questions que nous détaillons ci-dessous.

Nous ne voyons pas de pression particulière pour pousser les banques à ne pas payer des coupons AT1. Au contraire, certaines banques (ING, SEB) ont été autorisées à rembourser des AT1. Toutes les annonces récentes indiquent que le consensus semble se fixer sur des restrictions de dividendes et de buybacks.

1 Quel sera le niveau de fonds propres des banques au sortir de la récession qui s'annonce ?

Naturellement, c'est une question très difficile et des estimations de PIB très variées circulent (il faut d'ailleurs souligner que ce sont des prévisions en taux annualisées, ce qui rend les chiffres plus spectaculaires qu'ils ne le sont réellement !)

Voici quelques estimations récemment publiées :

	Taux annualisés	PIB Q2 US
JP Morgan		-14%
Goldman Sachs		-24%
Morgan Stanley		-30%
Bank of America		-12%
Deutsche Bank		-13%
James Bullard (FED St Louis)		-50%

Notre travail repose sur les hypothèses suivantes :

- De manière générale, l'économie européenne est moins volatile que l'économie américaine (part plus important du secteur public, rigidité du marché de l'emploi, etc.) Nous faisons l'hypothèse d'un taux de décroissance de 20% (annualisé) pendant la durée du lockdown de l'économie, que nous estimons par prudence à trois mois (Wuhan a conservé son lockdown pendant 2 mois.) Nous faisons ensuite, par prudence, l'hypothèse que la recovery se fait à un rythme nettement plus lent, estimé à 50% du rythme de la décroissance (pas de V-shape).

- Nous utilisons ensuite les stress tests de 2018 pour estimer la sensibilité du capital de chaque banque aux chocs macroéconomiques. Ces calculs intègrent aussi bien le coût du risque (provisions) que l'inflation des risques pondérés.

Ceci nous permet de dégager la liste des banques qui ont un risque de non-paiement des coupons plus élevé. Dans ce scénario, parmi notre échantillon de grandes banques, nous ne voyons que cinq banques qui risquent de ne pas respecter le seuil de MDA, une fois celui-ci modifié par les décisions des superviseurs (cf. ci-dessous.)

Selon nous, quatre de ces banques n'auraient par ailleurs pas de difficulté à lever du capital si ce scénario se matérialisait.

Par ailleurs, il faut insister sur plusieurs choses.

- a) **Toutes les banques à qui nous avons parlé ces derniers jours, ou qui ont communiqué, n'ont pas indiqué qu'elles s'attendaient à des provisions très importantes.** Certaines ont même indiqué que leurs prévisions de profit ou de capital restaient inchangés.
- b) **Une raison fondamentale pour cet optimisme est le déploiement de ressources publiques sans précédent.** Le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, pour ne parler que de ces trois pays, ont annoncé des programmes de garanties publiques à chaque fois supérieurs à 300Mds€ ! Une part très importante des pertes sera donc supportée par les Etats, et non les banques.
- c) **L'EBA, la BCE, la Banque d'Angleterre, l'ESMA, etc., ont indiqué que les règles comptables IFRS 9 et les lignes directrices de l'EBA sur les prêts non performants seraient appliquées avec une grande souplesse.** Il est clair que l'objectif est de ne pas déclencher d'enregistrements en NPL ou de provisions lorsque les banques seront mises à contribution pour soutenir les entreprises temporairement affectées par le virus.
- d) Evidemment, **les stress utilisés comme benchmark pour calculer les fonds propres des banques ne supposaient absolument aucune aide publique et n'intégraient aucune de ces mesures de soutien !** Pas même un financement auprès de la BCE. **Ils sont donc très conservateurs, par rapport à la réalité que nous vivons.** La nouvelle TLTRO (taux à -0,75%, élargissement du collatéral), par exemple, est un soutien très important pour les banques, que ce soit sur la liquidité ou la rentabilité.

2

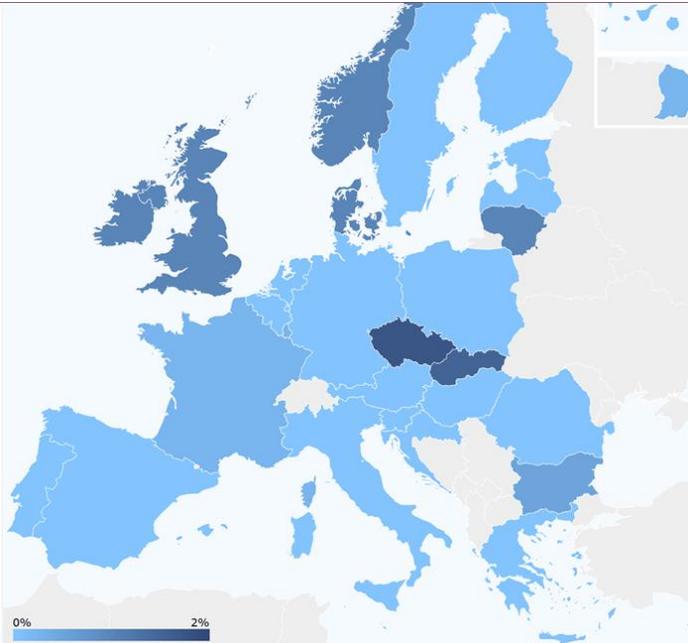
Comment évolue le "Seuil MDA" ?

Les autorités ont décidé **une diminution spectaculaire des exigences de fonds propres des banques - ce qui augmente d'autant le coussin de capital dont elles disposent avant de toucher le "Seuil MDA".**

Les mesures prises sont les suivantes :

- a) **Elimination du Pillar 2 Guidance**
- b) **Autorisation de remplir le Pillar 2 Requirement avec du capital AT1 et Tier 2.**

La BCE a chiffré ces deux mesures à 120mds€ de capital requis en moins. C'est donc directement un coussin supplémentaire de 120 milliards pour les banques.



c) **Élimination du coussin contracyclique dans la plupart des pays d'Europe** (dont la Belgique, le Danemark, l'Allemagne, l'Irlande, le Royaume-Uni, la France, etc.) A nouveau, il s'agit de montants très significatifs comme le montre la carte d'Europe des coussins contra-cycliques pré-changements.

d) **Certains pays (par exemple les Pays-Bas) qui avaient des coussins pour risque systémique élevés ont également abaissé ces coussins.**

Au niveau européen, les autorités ont donc créé un coussin supplémentaire de plus de 200 Mds€, selon nos estimations.

Enfin, les banques disposent d'un coussin supplémentaire qui vient des dividendes : en effet, si elles décidaient de ne pas payer les dividendes prévus sur les bénéfices 2019, elles verraient leur ratio de capital CET1 augmenter d'environ 50bps, ceci car ces dividendes, même non payés, ont pour l'essentiel déjà été déduits du capital en application des règles prudentielles.

Le dernier coussin qui a été modifié est le coussin de conservation du capital, de 2,5%. C'est un **coussin très important, qui représente près de 300 Mds €** à l'échelle européenne. **La BCE a indiqué que les banques pourraient continuer à opérer en ne respectant pas ce coussin**. Toutefois, si tel était le cas, elles seraient quand même soumises au MDA et devraient choisir de payer en priorité dividendes ou coupons d'AT1 - ou aucun des deux. Soulignons à cet égard que les autorités américaines ont décidé, en réaction à la crise, de modifier les règles de MDA pour autoriser les distributions des résultats de l'année écoulée. Une mesure similaire en Europe serait très positive dans le cas extrême où une banque passerait en dessous du seuil MDA.

3 **Quelle est la position des autorités et des superviseurs ?**

Le non-paiement des coupons pourrait également résulter d'une pression des autorités ou du superviseur.

Nous notons les points suivants :

- a) **Il existe indéniablement une pression pour ne pas payer de dividendes sur les profits 2019**. Plusieurs autorités se sont exprimées de manière très claire là-dessus (mais pas la BCE qui a pris une position nettement plus flexible). Cette pression est logique puisque les banques doivent se mettre en position de supporter un choc macroéconomique important. Mais l'impact n'est que temporaire : ce qui n'a pas été payé en 2020 pourra l'être plus tard ! Le choix de ne pas payer serait d'ailleurs très bénéfiques aux porteurs d'AT1 (cf. ci-dessus.) A notre connaissance, il n'existe en revanche aucune prise de position pour inciter les banques à ne pas payer les coupons d'AT1. Selon nous, cela est logique, pour au moins trois raisons :
 - i. Contrairement aux dividendes, les coupons AT1 non payés sont définitivement perdus. La décision est donc plus lourde de conséquence.
 - ii. Le non-paiement sur un instrument de dette pourrait augmenter fortement le risque systémique et les craintes du marché (cf. ce que nous avons vécu en 2016 sur Deutsche Bank.) Les autorités, qui ont une crise sanitaire à gérer, n'ont aucune envie d'y ajouter une crise financière.
 - iii. Comparés aux dividendes, le paiement des coupons d'AT1 est un sujet minuscule. Pour une banque avec 1.5% d'AT1, le non-paiement des coupons de 5% représentent, après impôts, un gain minuscule d'environ 5 bps. Cela ne mérite sûrement pas le risque d'une crise sur les marchés de dette.
- b) **Il existe un consensus sur le fait que, contrairement aux crises précédentes, les banques ne font pas partie du problème mais font partie de la solution**. Toutes les mesures adoptées (TLTRO, NPL, coussins de capital, garanties publiques) vont dans le même sens : ce sont les banques qui seront en première ligne face aux PME en difficulté et il faut les aider pour qu'elles-mêmes puissent aider leurs clients.
- c) **Enfin, et c'est essentiel, la Commission a précisé un point crucial en matière d'aide d'état**. Il faut rappeler que lors de la crise de 2008, le non-paiement des coupons sur la dette hybride (Tier 1) est principalement venu de décisions de la Commission européenne qui refusait que des aides publiques soient « utilisées » pour payer des coupons sur la dette hybride. **Il en a résulté des lignes directrices en matière d'aide d'état aux banques qui aujourd'hui imposent un « partage du fardeau » (« burden sharing ») très important aux porteurs de titres de capital (AT1, T2). Or, lors de la communication du package « Covid », la Commission européenne a précisé de manière explicite que ces lignes directrices ne s'appliqueraient pas si une banque était en difficulté en raison de cette crise et si elle devait en conséquence recevoir une aide publique.**

Nous ne voyons donc pas de pression particulière pour pousser les banques à ne pas payer des coupons AT1. Au contraire, certaines banques (ING, SEB) ont été autorisées à rembourser des AT1. Toutes les annonces récentes indiquent que le consensus semble se fixer sur des restrictions de dividendes et de buybacks.

4 Rappel des risques spécifiques aux dettes subordonnées

Le risque de crédit

Depuis l'introduction de la directive résolution bancaire (BRRD), le risque de résolution d'une banque est le risque le plus fort pour un investissement long terme en dettes subordonnées. En cas de résolution, de défaillance ou de dégradation de la qualité des émetteurs (par exemple de la baisse de leur notation par les agences de notation financière) la valeur des obligations dans lesquelles est investi le fonds baissera entraînant une baisse de la valeur liquidative.

Le coupon

C'est la possibilité que le coupon ne soit pas payé (en dehors de toute situation de résolution).

Les titres subordonnés ouvrent des droits au versement d'un coupon à une fréquence déterminée. L'émetteur peut dans certaines conditions annuler le versement de coupon(s) : le non-paiement d'un coupon est définitif, à la discrétion de l'émetteur ou par obligation (il s'agit alors des cas liés aux règles limitant les paiements de coupon selon le niveau de capital).

L'extension

C'est la possibilité que la date de remboursement ne soit pas celle attendue. La date du terme initialement proposée est susceptible d'être dépassée. Ainsi l'investisseur risque de récupérer son capital à une date plus lointaine que celle initialement prévue.

Le risque de taux

Le porteur est exposé au risque de taux : le risque de taux correspond au risque lié à une remontée des taux des marchés obligataires, qui provoque une baisse des cours des obligations et par conséquent une baisse de valeur liquidative de l'OPCVM.

Pour une vision complète des risques liés à l'investissement dans les fonds Axiom AI, nous vous recommandons de se référer à la rubrique « Profil de risque » du prospectus.

5 Glossaire

1. **Les obligations AT1 et RT1** - constituent de nouvelles formes de dette subordonnée éligibles aux fonds propres réglementaires selon Bâle 3 et Solvabilité 29. Les coupons sont discrétionnaires et la valeur nominale peut être réduite soit en les convertissant en actions (« obligations contingentes convertibles » ou « obligations CoCo ») soit en réduisant la valeur nominale qui peut ensuite être restaurée. Les titres AT1 et RT1 absorbent les pertes lorsque le capital d'une institution financière est inférieur à un seuil de déclenchement prédéfini (5,125% ou 7% pour les banques en fonction de ce qui est écrit dans le prospectus et 75% des exigences de capital sous Solvabilité 2 pour les compagnies d'assurance).
2. **SSM / Le mécanisme de surveillance unique (MSS)** - fait référence au système de surveillance bancaire en Europe. Il comprend la BCE et les autorités nationales de surveillance des pays participants.
3. **CET1 - (Common Equity Tier 1)** - Dans le cadre de Bâle 3, le Common Equity Tier 1 est la forme la plus solide de capital réglementaire, qui comprend principalement le capital et les réserves non distribuées avec certaines déductions par rapport au « capital comptable » (tels que les impôts différés actifs). Le ratio de CET1 est le rapport entre le capital Common Equity Tier 1 et les RWA.
4. **Pilier 2** - Ce pilier exige des banques qu'elles développent leur gestion des risques au-delà des exigences minimales fixées dans le premier pilier. Des types de risque supplémentaires tels que le risque de taux d'intérêt devraient être incorporés dans ce système de gestion des risques plus complet. Le pilier 2 peut être divisé en deux composantes majeures: (i) destinées aux institutions, où celles-ci devraient établir des stratégies et des processus sains, efficaces et complets pour évaluer et maintenir, sur une base continue, les montants, les types et la répartition des capital correspondant à leurs profils de risque (ICAAP) et (II) processus d'examen et d'évaluation de surveillance (SREP).

5. **NPLs - Ptêts non performants** / Créances douteuses - Un prêt non performant est un prêt qui est en défaut de paiement ou proche de l'être. De nombreux prêts deviennent non performants après 90 jours de défaut de paiement, mais cela peut dépendre des conditions du contrat
6. **Bâle 1, 2, 3** - le Comité de Bâle est un comité informel constitué de banquiers centraux et de régulateurs qui formule des propositions en matière de réglementation bancaire. Bien que ses propositions ne soient pas immédiatement applicables, elles sont ensuite transposées par les législateurs nationaux. Bâle 1 (« ratio Cooke ») a été le premier mécanisme international visant à garantir la solvabilité des banques au moyen d'une approche simple (ratio de 8% et pondérations de risques quasi universelles, à l'exception des établissements publics et de l'immobilier). Bâle 2 a introduit des pondérations basées sur les ratings afin de mieux prendre en compte les risques de crédit réels. Bâle 3 a transformé les fonds propres réglementaires et a considérablement durci les exigences minimales de fonds propres.
7. **TLTRO3 - Targeted Longer-Term Refinancing Operations** - troisième série d'opérations ciblées de refinancement de long terme. Les TLTRO III font suite à deux premières séries d'opérations lancées à partir de septembre 2014 (TLTRO I - d'une maturité de quatre ans, l'échéance de la dernière opération allant jusqu'en septembre 2018), puis entre juin 2016 à mars 2017 (TLTRO II - chacune d'une maturité de 4 ans).
8. **MDA** - conformément à la CRD IV, il s'agit du montant maximal qu'une banque est autorisée à distribuer (dividendes, bonus, coupons d'AT1). Ce plafond entrera en vigueur le 1/1/2016.

Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information. Tout investisseur doit prendre connaissance avant tout investissement du prospectus ou du document d'information clé de l'investisseur (DICI) de l'OPCVM.

Ces documents et les autres documents périodiques peuvent être obtenus gratuitement sur simple demande auprès d'Axiom AI ou sur les adresses web des deux sociétés (www.axiom-ai.com)

Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.

Ce document ne constitue pas un conseil en investissement. De même, ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation de vente dans les pays dans lesquels l'OPCVM n'est pas autorisé à la commercialisation ou dans lesquels une telle offre ou sollicitation serait illégale.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources qu'Axiom AI estime dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative. Les informations et les opinions d'Axiom AI peuvent être modifiées sans préavis.

Les équipes commerciales d'Axiom Alternative Investments sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.