

## Principales conclusions du Conseil des experts du 27 novembre 2018



### Les marchés face au contexte géopolitique



**Jean-Louis Bruguière**  
Ancien juge spécialisé dans la lutte  
anti-terroriste  
Conseiller de Convictions AM

Le contexte géopolitique actuel ne présente pas de signes précis et documentés d'émergence d'événements de grande magnitude pouvant influencer de façon significative sur les marchés. D'autant plus que la probabilité que ces derniers, peu résilients aux risques sécuritaires ou géopolitiques non systémiques de faible et moyenne intensité, réagissent à des facteurs exogènes est relativement faible.

Peut-on dire pour autant que la situation géopolitique mondiale ne présente aucun risque sur les grands équilibres stratégiques, politiques, sécuritaires et sur la stabilité du monde. Certainement pas. Et c'est tout le paradoxe de la situation présente.

Un calme apparent ou à tout le moins le sentiment largement partagé que les crises actuelles ne s'aggravent pas si elles ne sont pas en voie de résolution, comme au Moyen Orient. En définitif les opinions publiques, souvent mobilisées sur des problématiques internes, et les marchés s'accommodent de la situation présente et ignorent les risques potentiels futurs. Pourtant bien réels. C'est probablement dans ce décalage entre une réalité géopolitique objectivement inquiétante et l'absence de perception des facteurs à risques

et de leur anticipation que réside le danger. Car dans le contexte actuel d'une « activité sismique » généralisée de moyenne intensité, la survenance d'une secousse majeure accompagnée de « répliques » dans d'autres régions du monde accompagnée d'un effet en chaîne n'est pas à exclure.

C'est plus l'effet « mikado » que les « hot spots » qui sont à redouter. Un bon exemple est fourni par l'arraisonnement de navires ukrainiens par la marine russe dans le détroit de Kerch et la proclamation consécutive de la loi martiale par Kiev. Qu'arriverait-il si survenait un conflit armé entre l'Ukraine et la Russie ? Quelles seraient les réactions des États-Unis, de l'OTAN et des pays de l'Union Européenne ?

Les zones de fractures ou de tension se multiplient et n'ont jamais été si nombreuses sur tous les continents ajoutées à une grande fragmentation des facteurs politiques et géopolitiques qui les engendrent.

Aucun continent n'est épargné et les menaces sont sécuritaires mais aussi politiques et géopolitiques. La menace terroriste n'a pas décré. La défaite de Daech au Levant n'aura aucune incidence sur la menace terroriste. Les organisations n'ont en ce domaine qu'un rôle finalement marginal sur la propagation du Jihad. Il est porté par une idéologie et des hommes qui la véhiculent au fil des années, utilisant au gré des circonstances des organisations support. La plus importante fut ces dernières années l'Etat Islamique.

Les éléments les plus radicaux et en particulier « les étrangers » originaires du Moyen Orient, de l'Afrique ou de l'Europe ont pour la plupart fui la zone syro-irakienne.

De nouvelles zones de tension émergent. Au Sahel avec une augmentation sensible de l'activisme des groupes armés souvent concurrents et antagoniques au Mali au Niger et plus récemment au Burkina Faso.

En Libye où aucune solution politique n'est en vue pour mettre un terme à des années de chaos qui affectent gravement le contexte sécuritaire de l'Afrique du Nord et la reprise de la production d'hydrocarbures.

L'Afrique de l'Ouest est de plus en plus touchée. Boko Haram n'a pas été réduit et continue à déstabiliser le Nigéria et les pays voisins. Les poussées des organisations jihadistes vers le Sud et l'Est du Burkina Faso menacent directement le Ghana, le Togo et le Bénin. L'instabilité chronique en République Centre Africaine profite à des groupes djihadistes proches aujourd'hui de Daech qui pourraient menacer le nord du Congo et du Gabon. En Afrique de l'Est, les Shebabs sont toujours aussi actifs en Somalie et au Kenya.

L'Asie du Sud Est n'est pas épargnée. Berceau avec l'Afghanistan des mouvements djihadistes proches d'Al Qaida, l'État islamique progresse au Sud des Philippines, en Malaisie et en Indonésie menaçant à terme Singapour.

La situation politico-sécuritaire en Afghanistan demeure volatile. Les affrontements entre les talibans, le régime de Kaboul soutenu à bout de bras par les américains, et les groupes djihadistes se réclamant de l'État Islamique sont quotidiens. La position ambiguë du Pakistan ne favorise pas une sortie de crise.

L'Asie Centrale, surtout les pays limitrophes de l'Afghanistan comme le Turkménistan, le Tadjikistan et l'Ouzbékistan sont fortement pénétrés par des groupes terroristes se réclamant de Daech et pourraient à terme déstabiliser ces États autoritaires riches en ressources en hydrocarbures qui représentent un enjeu économique et géopolitique pour Moscou et Washington. Un nouveau point chaud pourrait apparaître si un de ces pays devenait ingouvernable.

L'Europe est aujourd'hui et de façon paradoxale avec une baisse sensible du nombre d'attentats terroristes une source d'inquiétude sur le plan politique.

L'Union Européenne est suspendue au vote des Communes sur l'accord sur le Brexit. La probabilité qu'il ne soit pas adopté est forte car il limite significativement la souveraineté du Royaume-Uni et ne satisfait pas le DUP allié essentiel de Theresa May. Une incertitude qui inquiète les milieux d'affaires et les marchés même si ce vote de refus est anticipé.

La sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne intervient dans une Europe politiquement en crise. Le rejet par les peuples des classes politiques traditionnelles et même de la démocratie représentative a entraîné une forte poussée du populisme dans toute l'Europe. La majorité au pouvoir en Italie inquiète Bruxelles. La crise politique en Allemagne fragilise la première puissance économique du continent et le phénomène des « gilets jaunes » en France ouvre une phase d'incertitude qui pourrait déboucher sur un épisode insurrectionnel dont les conséquences politiques sont difficilement mesurables à ce stade.

La France a une tradition révolutionnaire. La violence est un mode assez traditionnel d'expression. Quand elle est canalisée le risque politico-sécuritaire est relativement faible. Il n'en est rien lorsque elle émane de la base sans programme défini ni organisation.

Le risque qu'une branche radicale plus organisée émerge et plonge dans la clandestinité pour s'engager dans la lutte armée comme Action Directe dans les années 80 doit être pris en compte. Même si cette hypothèse ne se concrétisait pas, le risque de dérapage de ce mouvement de protestation populaire vers une phase insurrectionnelle doit être sérieusement pris au sérieux.

Elle pourrait faire tache d'huile et trouver des relais dans d'autres pays européens.

En tout état de cause, nul ne sait aujourd'hui quelle sera la sortie de crise et surtout ses conséquences sur la gouvernance politique.

Le monde est ainsi marqué par une insécurité devenue systémique. Elle ne peut qu'inquiéter les marchés et les rendre plus réactifs à la survenance d'évènements qu'ils n'auraient ni anticipés ni compris.



# Dix ans après Lehman, du risque écologique aux rachats d'actions

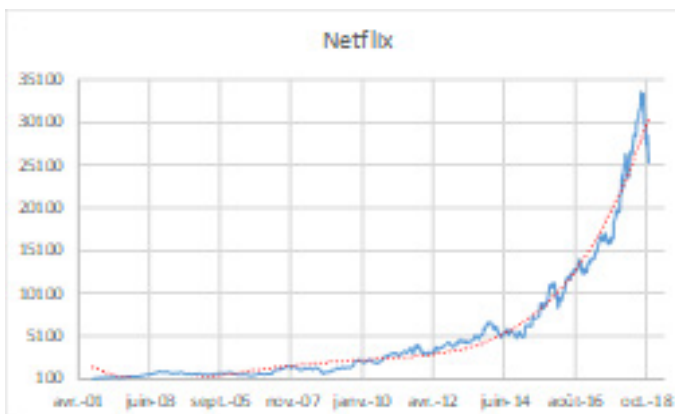


**Jacques Ninet**  
Ancien directeur de la recherche  
et Conseiller de la recherche du  
groupe La Française  
Conseiller de Convictions AM

## 1 Rétroprévision sur les « GAFA ».

En février dernier les “charts” des cours des GAFA montraient l'apparition de dynamiques de chandelle caractérisées par une accélération de la hausse (dérivée seconde positive et en accroissement). L'évolution ultérieure des cours a permis de confirmer que de telles configurations sont annonciatrices de replis importants.

Nasdaq 100	-16%
google	-22%
apple	-26%
netflix	-41%
amazon	-31%



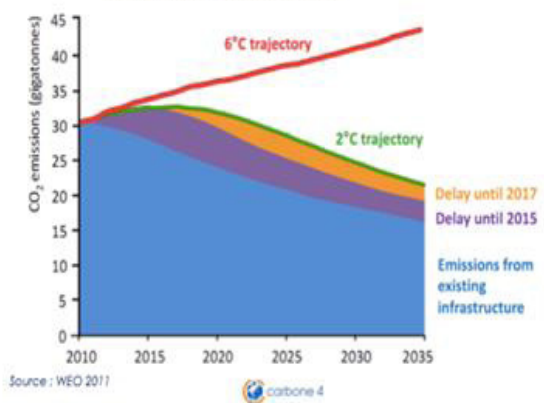
L'explication est à la fois technique, la microstructure des marchés devenant de plus en plus fragile à mesure que le rythme haussier tend vers la verticale, et économique, du fait de l'élévation concomitante des multiples de capitalisation qui deviennent hyper-sensibles à toute nouvelle contrariante.

Cette observation assez triviale fournit un indicateur robuste que l'on peut confronter aux résultats de modèles beaucoup plus sophistiqués pour les étayer ou les contester, dans le cadre de gestions de type quantitatif.

## 2. Le risque environnemental

À côté du risque économique et financier qui gouverne les marchés (cf. l'intervention de F. Veverka) nous devons faire face à des risques climatiques majeurs dont l'intensité dépend de la trajectoire que nous prendrons, sachant qu'aujourd'hui nous sommes installés sur une trajectoire +4°C à l'horizon 2100. Les actifs qui exploitent actuellement les énergies fossiles induisent d'ores et déjà, si on les laisse produire jusqu'à leur fin de vie économique, des émissions suffisantes pour élever la température de 2°C.

Trois options : ne plus investir dans les énergies fossiles, s'approprier à fermer des actifs rentables (= passer des provisions?) ne pas respecter l'accord de Paris



Pour éviter de dépasser les 1.5 degrés, il faudrait donc des transitions extrêmement rapides et ambitieuses dans les domaines de l'énergie, des transports, du bâtiment et de l'agriculture, pour obtenir une inversion de la courbe des émissions de CO2 autour de 2020-2025 et une diminution extrêmement rapide de ces émissions afin d'atteindre une neutralité carbone aux alentours de 2060.

Du point de vue économique et comptable, ce risque climatique est largement ignoré, qu'il s'agisse du risque physique (dégâts des catastrophes naturelles), du coût de la transition vers une économie moins carbonée ou du risque de responsabilité (compensation aux parties impliquées). Or une vision “juste” des comptes, publics ou privés, devrait refléter, au moins partiellement, des coûts futurs, correspondant à l'épuisement des ressources (industries d'extraction) ou de démantèlement des installations (centrales nucléaires) ou de tarification des émissions polluantes etc...

Les démarches de responsabilité (RSE, PRI, ISR, ESG etc..) restent de ce point de vue focalisées sur une hypothétique (et en fait impossible) réconciliation entre financier et extra-financier, là où elles devraient conduire une véritable ré-évaluation des valorisations. Ce n'est alors qu'à

travers de véritables accidents que la richesse boursière subit le contrecoup des négligences et des inconduites, voire tout simplement d'une exposition cachée au risque climatique (Cf. les exemples récents de Bayer-Monsanto ou de Thomas Cooke directement impacté dans son activité de voyageur par l'été caniculaire d'Europe du Nord).

D'un point de vue théorique, enfin, ces risques introduisent une notion de discontinuité (le "hasard sauvage" de Mandelbrot) qui met à mal les modèles classiques qui reposent sur l'hypothèse de variance finie et d'homoscédasticité des rendements.

### 3. Les rachats d'actions

Les rachats par les entreprises de leurs propres actions devraient atteindre sur le S&P500 1000

milliards de dollars cette année (soit 4% de la capitalisation boursière). Bien que cette pratique existe depuis longtemps, ces chiffres soulèvent un grand nombre de questions, à la fois théoriques et pratiques. Intuitivement, les facteurs conjoncturels, monétaires et fiscaux, semblent fournir la meilleure explication d'un phénomène qui n'est pas sans répercussions sur la macroéconomie (via l'investissement et les gains de productivité) mais qui peut à la longue devenir un facteur déstabilisant pour les marchés.



## La situation financière des ménages et des entreprises aux États-Unis



**Jean-Michel Boussebart**  
Délégué général de COE-Rexecode  
Conseiller de Convictions AM

Aux États-Unis la croissance s'est vivement accélérée aux deuxième et troisième trimestres.

L'activité a été stimulée par la vigueur de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises. Seul l'investissement en logement a continué de décevoir en se tassant.

Le dynamisme de la demande privée doit beaucoup aux baisses d'impôts mises en œuvre par l'administration Trump mais pas seulement. La dernière publication des « Flow of Funds » de la Réserve Fédérale (en septembre) fait ressortir en effet une situation patrimoniale nette de l'ensemble des ménages américains qui n'a jamais été aussi florissante, (avec sans doute aucun une dispersion autour de la moyenne qui s'est accentuée). Ceci laisse à penser que la consommation pourrait rester à horizon visible plus vigoureuse que prévu.

De même il apparaît que la situation financière de l'ensemble des entreprises non financières demeure plus que favorable avec une profitabilité qui reste élevée. Ceci laisse à penser que le cycle de l'investissement productif est loin d'être en voie de s'achever. Faisons le point.

### 1. La situation patrimoniale de l'ensemble des ménages n'a jamais été aussi florissante

Après « un trou d'air » au premier trimestre la consommation des ménages exprimée en volume s'est avancée au rythme de 3,8% l'an au deuxième trimestre et de 4% l'an au troisième trimestre. Entre septembre 2017 et septembre 2018 elle s'est accrue de 3%, un rythme élevé. Les premières indications pour octobre (ventes au détail) suggèrent que le dynamisme reste entier. Ce dynamisme trouve d'abord sa source dans l'augmentation du revenu disponible des ménages : 3% en dollar constant sur un an en septembre, dernier point connu, lié entre autres au dynamisme des créations d'emploi et à l'augmentation du pouvoir d'achat salarial individuel. Ce dynamisme de la consommation n'empêche pas le taux

d'épargne de rester plutôt élevé même s'il a un peu baissé ces derniers mois.

La vigueur de la consommation doit aussi à la baisse des impôts sur le revenu et le patrimoine qui a ramené le taux effectif moyen d'imposition un peu en dessous de sa moyenne de long terme. Il doit également à un « effet de richesse » consécutif à la hausse des prix de l'immobilier et à la hausse de Wall Street.

Selon la FED la valeur des actifs possédés par les ménages américains s'élevait au 30 juin 2018 (dernier point connu) à huit années de leur revenu disponible brut. Le ratio a retrouvé ses plus hauts d'avant la crise de 2008. La valeur des actifs physiques représente 28% du patrimoine total dont 24% pour l'immobilier. La valeur des actifs financiers en représente environ 72%.

En regard la dette totale des ménages exprimée en pourcentage de leur revenu disponible brut continue de baisser. Au 30 juin dernier le ratio était repassé sous la barre des 100%, venant d'un sommet à plus de 130% au 31 décembre 2007. La dette à la consommation représente environ 25% du revenu disponible brut, le ratio est au plus haut, ayant cependant cessé de monter depuis plusieurs trimestres. L'endettement hypothécaire représente environ 66% du revenu disponible brut venant d'un pic à 100% au 3ème trimestre 2007.

In fine la situation patrimoniale nette des ménages (valeur de leurs actifs moins leur endettement) continue de progresser, inscrivant au 30 juin dernier, un nouveau record à près de sept années de revenu disponible brut. Ceci devrait continuer de soutenir la consommation des ménages même si depuis la situation s'est probablement un peu détériorée avec le recul récent de Wall Street.

Il devrait en être de même pour l'investissement en construction résidentielle mais là force est de constater que celui-ci continue de décevoir tant au niveau des ventes de logements que des mises en chantier. Pourtant la situation patrimoniale nette hypothécaire des ménages s'est rétablie, le taux de vacances des logements est bas comme le sont aussi les stocks de logements à vendre dans l'ancien et le neuf. Tout se passe comme si les banques encore sous le traumatisme de la crise de 2007-2008 restaient plus que prudentes à distribuer le crédit hypothécaire, ce qui pèse sur le secteur.

## productif demeure élevée

Après une forte accélération au premier semestre, la progression de l'investissement des entreprises n'a été que modestement positive au 3ème trimestre, un aléa qui sera probablement corrigé. Entre l'été 2017 et l'été 2018 le volume de l'investissement productif s'est accru de 6,4% pendant que le volume du PIB augmentait de 3%. Les informations disponibles sur octobre demeurent favorables et il y a tout lieu de penser que l'investissement, sauf accident politique, devrait demeurer dynamique.

Les besoins d'investissement restent vifs en effet pour augmenter le potentiel de production et améliorer la productivité de l'appareil de production. Selon les calculs de la Fed, les capacités de production dans l'industrie accélèrent enfin leur progression mais celle-ci n'est encore que de 2% l'an. Le taux d'utilisation des capacités de production continue ainsi de se tendre, il a retrouvé sa moyenne de long terme. Selon les calculs du Département du Commerce le stock de capital productif en volume dans le secteur privé augmente à peine de 2% sur un an et l'âge moyen du capital installé continue de croître, ressortant à 16 ans, au plus haut depuis 1965.

En regard l'excédent brut d'exploitation de l'ensemble des sociétés non financières reste plus que confortable. Le taux de marge se situe à plus de 35% contre une moyenne historique un peu en dessous de 31%. Comme le poids des frais financiers s'allège encore et comme surtout le poids des impôts a été fortement réduit et se retrouve au plus bas depuis 1973 au moins, le taux d'épargne s'inscrit sur des plus hauts historiques et la rentabilité du capital productif demeure élevée, bien plus élevée que le rendement réel des obligations sans risque. Aussi la profitabilité de l'investissement productif demeure t-elle favorable, ce qui laisse à penser que la dynamique de l'investissement devrait se prolonger. Les sociétés présentent en effet un taux d'autofinancement supérieur à 100%, leur situation nette rapportée à leur valeur ajoutée est au plus haut depuis la fin de la seconde guerre mondiale. On terminera en observant que si elles ont les moyens de financer leurs dépenses d'investissement sans s'endetter, leur endettement continue de croître, certes à un rythme qui se tempère, pour continuer à racheter leurs actions !

## 2. La situation nette des sociétés non financières est au plus haut et la profitabilité du capital



## ArgenTurquie : un remake des crises émergentes des années 90 ?



**Thomas Fallon**  
**Conseiller et ancien responsable de la gestion marchés émergents**  
**Conseiller de Convictions AM**

Lors de cet été 2018 des crises économiques et financières ont érupté en Argentine et en Turquie.

Les deux pays ont subi des pressions aggravées sur leurs soldes externes déficitaires, un effondrement de leurs devises et une envolée de l'inflation. Par ces deux crises, certains commentateurs voient ou craignent un remake des crises de pays émergents qui ont commencé en Asie vers la fin des années 90. Mais est-ce que ces deux cas sont des crises de nature similaire et avec des profils rappelant celles d'il y a vingt ans ?

À la veille des crises des pays émergents asiatiques vers la fin des années 90, les économies en question avaient toutes un nombre de facteurs en commun. Une croissance forte avec un taux d'investissement élevé était combinée à un compte externe lourdement déficitaire et une importante dette extérieure privée, notamment à maturité courte. La gestion de la monnaie s'inscrivait dans un régime de change fixe mais avec un niveau faible de réserves internationales. Et étant donné la quasi-absence de déficits budgétaires publics, les origines de ces crises se trouvaient surtout dans le secteur privé.

Concernant l'Argentine et la Turquie, ces deux pays figurent parmi les pays émergents ou avancés les moins endettés avec des ratios de dettes totales (en % du PIB) de 70% et 105%. Cependant la composition de leurs dettes respectives révèle des différences importantes. Représentant 53% du PIB (contre 35% pour l'Argentine), la dette externe de la Turquie, ainsi que la part due à court terme, sont de loin les plus importantes des principaux pays émergents. De plus, les entreprises privées turques détiennent près de 60% de la dette totale du pays, un chiffre très largement supérieur aux autres pays émergents,

y compris l'Argentine. En même temps la Turquie se distingue des autres pays émergents avec un taux d'investissement/PIB au-dessus de 30%, un chiffre rappelant celui des pays asiatiques vers la fin des années 90.

Les crises en Argentine et en Turquie cette année ont été accompagnées par des taux d'inflation très élevés ainsi que des soldes déficitaires externes les plus accentués des pays émergents. Mais à la veille des crises, la Turquie avait connu une croissance vigoureuse (7% en 2017) tandis que celle d'Argentine était bien plus molle. En revanche, et en contraste de la Turquie, une faiblesse majeure de l'Argentine était sa gestion budgétaire (le déficit affichant autour de 6% du PIB en 2017).

Il est difficile de dire que les deux crises-pays émergents de 2018 avaient des profils similaires. La crise en Argentine avait ses origines surtout dans le secteur officiel avec des politiques monétaires et budgétaires inadaptées à une situation de confiance fragile. En Turquie les origines se trouvaient avant tout dans des faiblesses structurelles d'un secteur privé opérant avec un excès de levier et une dépendance importante de sources de financement externe. Les deux crises sont de nature idiosyncratique plutôt que systémique. Par le même billet, et même si la Turquie approche à certains égards le « modèle asiatique » de l'époque, les drames de l'été 2018 ne correspondent pas à un remake des crises des années 90.



## Résultat des récents stress tests de l'EBA



**François Veverka**  
Conseiller de Convictions AM

L'autorité bancaire européenne a rendu public, début novembre, le résultat des "stress tests" 2018 qui a concerné 48 groupes bancaires de 15 pays différents.

Ces tests, qui ont lieu normalement tous les deux ans, consistent, à l'instar de ceux également réalisés par la Fed américaine ou la Banque d'Angleterre pour les établissements bancaires sous leurs juridictions respectives, à simuler l'impact d'une crise économique sévère sur les banques européennes, afin notamment de mesurer l'impact sur leurs fonds propres durs (Common Equity Tier 1) et de fournir des éléments au superviseur européen dans la mise en œuvre des exigences de capitalisation au titre du pilier 2, dans le cadre du SREP (Supervisory Review and Evaluation Process). En outre, en fournissant des données granulaires sur les banques concernées, ils contribuent à la « discipline de marché » attendue par les superviseurs, en offrant tout particulièrement un exercice de « benchmarking » très observé par les analystes et les investisseurs.

Couvrant une période de 3 ans (2018-2020), l'exercice est basé sur des hypothèses macro-économiques pour l'ensemble de la zone européenne, avec un scénario adverse censé refléter un choc sévère pour la stabilité du secteur bancaire. Ainsi, les hypothèses retenues seraient celles d'une récession mesurée par une baisse du PNB de l'UE de -1,2% en 2018, -2,2% en 2019 et de +0,7% en 2020, représentant un écart négatif de 8,3% par rapport aux prévisions du scénario central.

Deux autres particularités caractérisent les stress tests 2018 : la prise en compte, pour la première fois, de l'impact des normes comptables IFRS 9 dans les scénarios, avec un impact négatif supplémentaire de -20 bps sur les fonds propres CET1 en normes « fully loaded » (i.e. en prenant en compte un impact à 100% de la réglementation,

sans mise en œuvre progressive). En outre, face à des hypothèses de récession économique, l'impact sur le capital des banques est mesuré sans envisager des actions de remédiation que les établissements seraient susceptibles de prendre pour faire face à une conjoncture aussi défavorable.

Les résultats globaux des stress tests apparaissent globalement assez rassurants : tant en termes de ratio de capital CET1 que de ratio de levier, les établissements européens seraient en mesure de faire face à une récession dans des termes aussi sévères tout en respectant les exigences réglementaires. Ainsi, le ratio global CET1 (fully loaded) des établissements concernés se contracterait de 395 bps à 10,1%, et le ratio de levier passerait de 5,2% à 4,1%. Ces résultats mettent en évidence un écart confortable avec les minima réglementaires de 5,5 % pour les fonds propres CET1 (auquel il convient de rajouter un coussin systémique pour les établissements les plus importants pouvant aller jusqu'à 1,5%) et de 3% pour le ratio de levier.

### Stress tests : résultats sur les fonds propres

	Starting 2017	Starting 2017 restated	Baseline 2020	Adverse 2020	Delta adverse 2020-2017	Delta adverse 2020-2017 restated	Starting Leverage ratio	Leverage Ratio 2020
Transitional CET 1 capital ratio	14.5%	14.4%	15.4%	10.3%	-419 bps	-410 bps	5.4%	4.4%
Fully loaded CET capital 1 ratio	14.2%	14.0%	15.3%	10.1%	-416 bps	-395 bps	5.1%	4.2%

Source : EBA

Si les résultats globaux semblent rassurants, des dispersions importantes apparaissent entre les différents établissements. On peut les mesurer de deux manières :

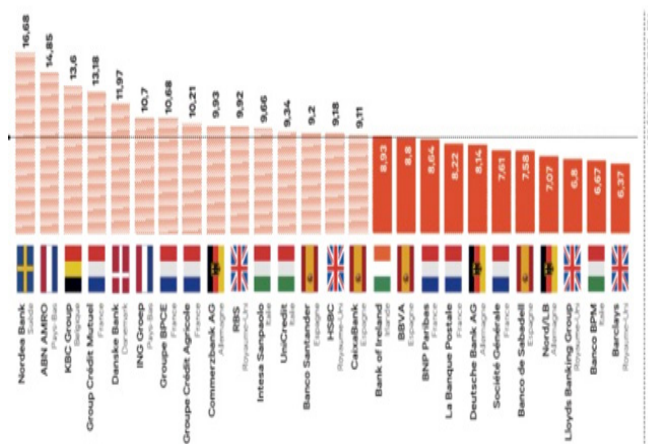
- Le niveau de fonds propres dans l'hypothèse d'un scénario récessif sévère comme celui de l'EBA, exprimant la plus ou moins grande vulnérabilité des établissements dans un environnement contraire, pouvant les conduire à la nécessité d'une recapitalisation ou, à la

limite, obérer leur viabilité à terme ;

- L'écart entre le niveau de capitalisation avant et après l'application du scénario de crise : il mesure la sensibilité des banques dans une conjoncture défavorable.

Sur le premier critère, le plus regardé, les banques nordiques et scandinaves enregistrent des performances très solides, les banques britanniques et irlandaises sont lourdement impactées alors que les banques italiennes se situent à des niveaux plus favorables que ce qui était escompté. Les banques françaises dégagent des résultats inégaux : alors que les mutualistes (Crédit Mutuel, Crédit Agricole) apparaissent comme correctement capitalisés même dans l'hypothèse d'une crise sévère, les résultats de la Banque Postale, de BNP Paribas ainsi que, tout particulièrement, la Société Générale, apparaissent assez médiocres.

Les Résultats des stress tests des principales banques européennes



Des stress tests, pour quoi faire ?

Si la pratique des stress tests est maintenant bien ancrée dans l'arsenal de la supervision bancaire des grandes zones économiques, ils

font aussi l'objet de diverses interrogations, voire de critiques :

- La première concerne les hypothèses retenues : d'aucuns ont pu considérer que les hypothèses étaient soit excessivement sévères (ex. banques britanniques) ou trop laxistes (ex. banques italiennes), tous s'accordent pour critiquer le caractère de « boîte noire » du modèle, qui serait trop réducteur (prise en compte insuffisante des spécificités nationales) ou trop simpliste (hypothèse d'absence de réaction des établissements face à la détérioration sévère de leur environnement).

- La seconde concerne l'absence de conséquences pratiques quant aux résultats des tests. Comme le soulignent les régulateurs européens, il ne s'agit pas d'un palmarès, où certains seraient reçus avec les honneurs et d'autres échoueraient, mais d'une information sans conséquences directes, au moins annoncées. L'affirmation souvent relevée qu'un ratio CET1 inférieur à 9% pourrait conduire la BCE à demander une augmentation des fonds propres des établissements concernés n'a fait l'objet d'aucune confirmation, le superviseur se laissant toute latitude de fixer sa doctrine dans le cadre d'un pilier 2 discrétionnaire et non public.

- Enfin, l'ampleur des ressources pour la réalisation de l'exercice apparaît considérable, si ce n'est excessif : la mobilisation de plusieurs dizaines de collaborateurs pendant plusieurs mois au sein des directions des risques suscite des doutes quant à la justification d'un tel effort par rapport aux enseignements pratiques que l'on peut en tirer.

Retrouvez toutes les actualités et les publications sur le site de Convictions Asset Management

• [www.convictions-am.com](http://www.convictions-am.com) •

**CONVICTIONS**  
Asset Management

15 bis rue de Marignan, 75008 Paris - Tél. : +33 (0)1 70 37 39 50 - Fax : +33(0) 1 42 25 51 18  
e-mail : [info@convictions-am.com](mailto:info@convictions-am.com). Agrément AMF : GP0800033 - RCS Paris B 494 909 906  
[www.convictions-am.com](http://www.convictions-am.com) • [http://twitter.com/convictions\\_am](http://twitter.com/convictions_am)