



Les banques italiennes tournent la page de la crise

Malgré les impacts de la guerre en Ukraine et le retour de l'inflation à des niveaux élevés, l'économie italienne bénéficie d'un solide soutien grâce au plan de relance « Next Generation EU ». Le secteur bancaire jouera un rôle clé en apportant des financements complémentaires qui participeront à l'effet multiplicateur de ce plan d'envergure. Cet effet volume devrait renforcer la dynamique porteuse du rebond des taux d'intérêt, de la conversion des dépôts en placements financiers et de la maîtrise des coûts pendant la pandémie. Le secteur bancaire italien s'apprête ainsi à renouer avec une profitabilité plus élevée. À ceci s'ajoutent d'excellentes dynamiques sur les crédits non-performants, la consolidation du marché bancaire national et l'amélioration des notations attribuées aux banques italiennes. Un environnement globalement porteur, malgré la persistance de risques de long terme en Italie.



Sergio Gallo
Analyste-gestionnaire



François Lavier, CFA
Responsable des
stratégies de dettes
financières subordonnées



Alexis Lautrette
Analyste-gestionnaire

I – Retour de la croissance en Italie

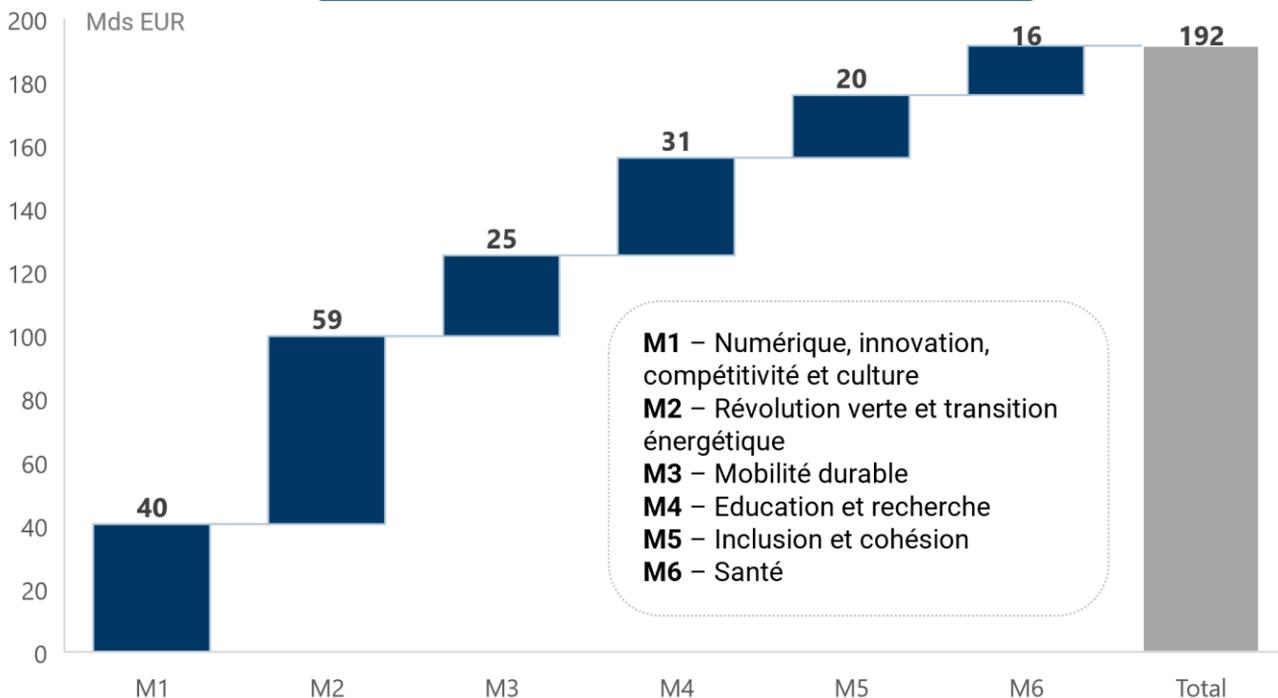
Un soutien budgétaire européen

Après une récession record de 8,9% en 2020 liée à la crise du Covid-19, l'Italie a connu un rebond économique de 6,5% en 2021¹. Selon les dernières estimations du gouvernement, **ce rattrapage de la croissance devrait se poursuivre en 2022 (+3,1%)**

ainsi qu'en 2023 (+2,4%). Pour rappel, la croissance en Italie n'a jamais dépassé les 2% depuis 2000¹. L'économie italienne bénéficie de l'aide inédite du plan « Next Generation EU », dont les fonds seront principalement alloués au plan de relance « Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza », pour un montant total de 192 milliards d'euros. Cette aide viendra soutenir six piliers de l'économie jusqu'en 2026 (voir schéma page suivante).

¹ Source : Istat.

Répartition des fonds du plan Next Generation EU en Italie (6 piliers)



Source : Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2021.

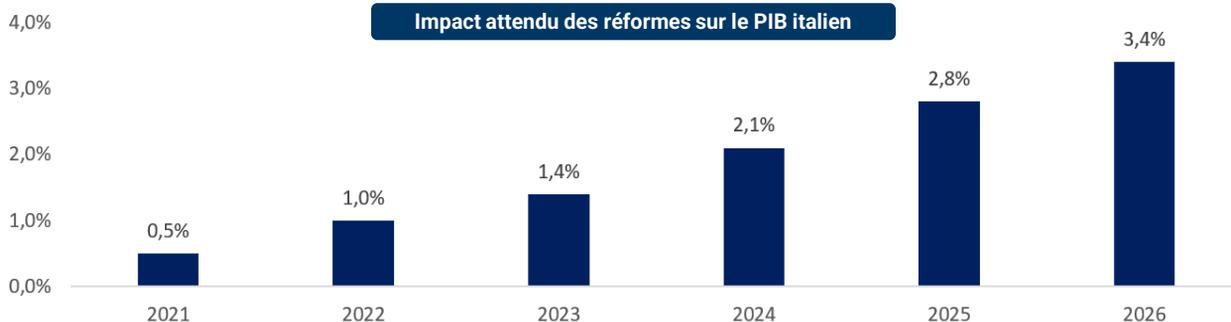
69 milliards d'euros de ce plan de relance seront distribués sous forme de subventions (70% avant la fin de 2022) et 123 milliards sous forme de prêts. Une première tranche d'aide de 24,9 milliards d'euros a été débloquée en août 2021 et un deuxième versement de 21 milliards d'euros, dont la demande a été soumise en décembre 2021, a été validé par la Commission Européenne le 13 avril 2022.

Ce soutien est par ailleurs renforcé par d'autres mesures de relance déployées dans le cadre du NGEU (« Fondo Complementare » pour 30,6 milliards d'euros et « Opere Specifiche » pour 26 milliards d'euros), du REACT-EU (13 milliards), et plus généralement par les relances budgétaires mises en œuvre par les gouvernements Conte et Draghi pour contrer les effets de la pandémie.

Des réformes structurelles

Les aides du plan Next Generation EU sont associées à des objectifs de réformes structurelles et d'investissements contribuant également au soutien de la croissance. En 2021, le gouvernement italien a rempli sa feuille de route en atteignant 51 objectifs intermédiaires permettant d'obtenir le versement de la tranche d'aide suivante. La mise en œuvre de ces mesures a été facilitée par l'actuelle période de stabilité politique, confirmée en janvier 2022 par la reconduction du président Sergio Mattarella à la tête du pays et le maintien de Mario Draghi au poste de Premier Ministre. Les prochains objectifs intermédiaires associés au versement des aides devraient donc être remplis sans difficultés majeures, au moins jusqu'aux élections législatives du printemps 2023.

Impact attendu des réformes sur le PIB italien



Source : Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2022.

Un effet multiplicateur du financement bancaire

En parallèle de la relance budgétaire et des réformes structurelles, **les établissements de crédit vont jouer un rôle clé dans l'accompagnement des entreprises et des ménages italiens, ce qui devrait se traduire par une progression des encours des prêts et un rebond possible du ratio crédits/dépôts** (« Loan-to-Deposit »). Pour illustrer ce phénomène, il est intéressant de souligner que

Cet effet volume, combiné à une **croissance des commissions associées aux activités de gestion d'actifs** (transformation de dépôts en placements financiers), devrait se traduire par une solide croissance du Produit Net Bancaire des établissements italiens. **Cette croissance devrait être encore plus élevée au niveau des bénéficiaires, grâce à des structures de coûts désormais mieux maîtrisées à l'issue de la pandémie, générant un levier opérationnel positif.**



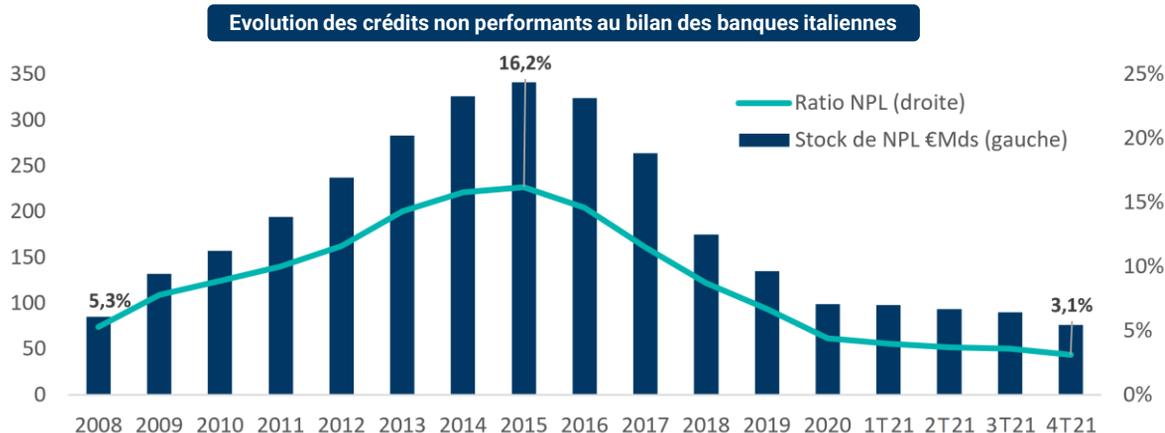
Source : Associazione Bancaria Italiana - Banche e moneta: serie nazionali, Assogestioni, 2022.

L'accord intitulé « Competitività, Innovazione, Sostenibilità », signé entre Intesa Sanpaolo et l'organisation patronale Confindustria, prévoit un octroi de crédits aux entreprises à hauteur de 150 milliards d'euros d'ici 2024, alors que le précédent accord entre les deux parties prévoyait 200 milliards d'euros de prêts sur un horizon de 10 ans. Intesa Sanpaolo envisage plus globalement d'octroyer 410 milliards de crédits d'ici 2026. Unicredit et Banco BPM prévoient, dans leurs plans industriels, une croissance de 2 à 3% par an de leurs encours de prêts à horizon 2024.

II – Des banques de nouveau solides

Nettoyage du bilan : normalisation du stock de crédits non-performants

En complément de ces perspectives positives, il est important de noter que **le volume des crédits non-performants des banques italiennes s'est considérablement réduit par rapport au pic de l'année 2015.**



Source : Associazione Bancaria Italiana - Banche e moneta: serie nazionali, EBA, 2022.

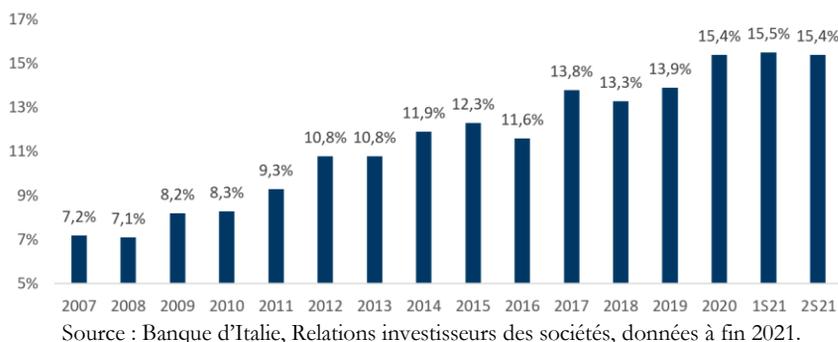
D'après les estimations de l'Association Bancaire Italienne, **la proportion de crédits douteux inscrits au bilan des banques italiennes devrait se maintenir, au cours des années à venir, sur des niveaux équivalents à ceux qui prévalaient avant la crise de 2008.** Ce phénomène s'explique par deux facteurs concomitants :

1. La volonté des banques de réduire leurs stocks de prêts douteux via la **cession** de ceux-ci, en profitant d'un cadre réglementaire favorable (introduction du régime de garanties GACS en 2016). En cédant ainsi ses prêts douteux, une banque comme Intesa Sanpaolo a pu réduire son ratio NPL (net de provisions) sous le seuil de 1%, en prenant en compte les cessions préfinancées au quatrième trimestre 2021 : un niveau parmi les plus faibles d'Europe.
2. Un **afflux limité** de nouveaux crédits non-performants, notamment grâce aux mesures de soutien déployées par le gouvernement lors de la pandémie. **Le taux de défaut est ainsi resté très faible pour les prêts sous moratoire** : la vague de défauts attendue en fin d'année ne s'est pas matérialisée, avec un pic de défauts à 4,1% facilement absorbable par les institutions de crédit du pays. Ces chiffres s'avèrent bien meilleurs que ceux initialement envisagés par les banques.

Des ratios de fonds propres au plus haut

En parallèle d'une meilleure qualité de crédit, **le socle moyen de capital CET1 détenu par les banques italiennes se situe à un plus haut historique, deux fois plus élevé qu'avant la crise de 2008.**

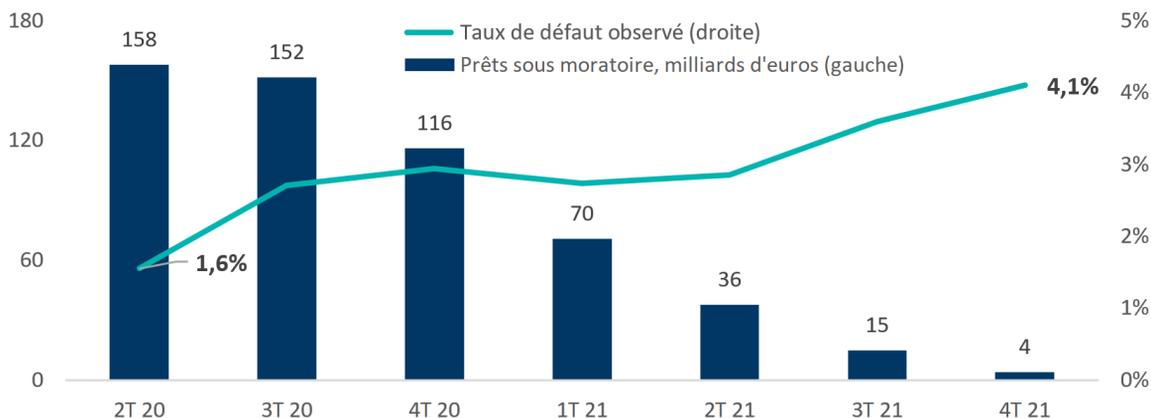
Ratio CET1 moyen des banques italiennes



On notera que de nombreuses banques italiennes ont récemment fait part de leur volonté de redistribuer à leurs actionnaires une partie de leur capital excédentaire. Unicredit a ainsi annoncé qu'elle procèdera à des versements, par ce biais, pour un maximum de 16 milliards d'euros sur la période 2021-2024.

Ces prévisions semblent raisonnables : la rentabilité retrouvée des banques italiennes et **leur génération organique de capital devraient leur permettre d'effectuer ces distributions sans difficulté.** À titre d'exemple, Intesa Sanpaolo devrait générer en 2022, selon le consensus de marché, environ 130 points de base de capital grâce à son activité, soit environ 10% de sa base de capital dur.

Italie : prêts sous moratoire (dont le remboursement a été différé)



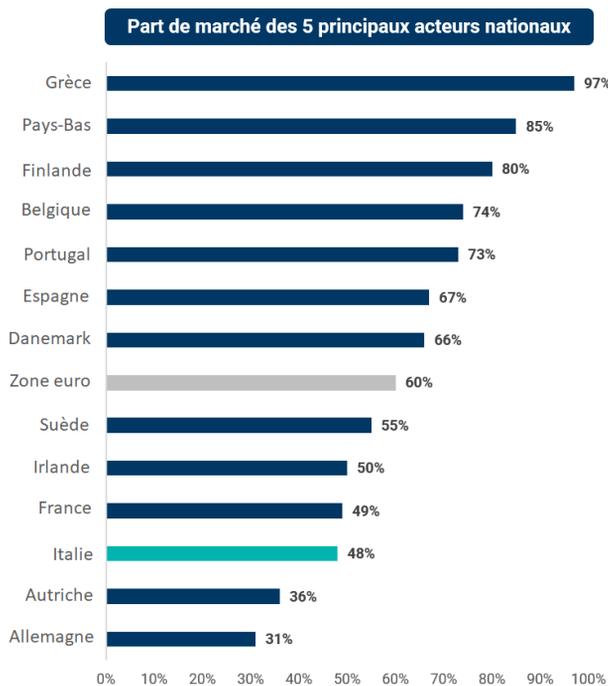
Source : European Banking Authority, à fin 2021.

III – Une consolidation sectorielle qui va se poursuivre

Un paysage bancaire jusqu'alors fragmenté

Le secteur bancaire italien connaît par ailleurs un mouvement de consolidation (fusions et acquisitions). Après l'acquisition d'Ubi Banca par Intesa Sanpaolo (2020), d'autres projets en discussion depuis plusieurs années semblent désormais sur le point de se concrétiser.

Ce mouvement est souhaitable : **le marché bancaire italien est l'un des moins concentrés de l'Union européenne**, avec une multiplicité d'établissements possédant chacun des parts de marché réduites au niveau national. Cette forte concurrence s'avère peu bénéfique, empêchant les banques de disposer de l'assise nécessaire pour profiter d'économies d'échelle en générant des marges plus confortables.



Sources : JPMorgan Research, UBS Research, Associazione Bancaria Italiana. Données de 2019.

La répartition géographique des parts de marché est par ailleurs très hétérogène d'une banque à l'autre. Une consolidation « horizontale » entre banques

permettrait de renforcer leur positionnement : à titre d'exemple, une éventuelle acquisition de BPM par Unicredit permettrait à cette dernière d'atteindre une part de marché régionale de 20% dans les régions stratégiques que sont la Lombardie ou le Latium, représentant environ 35% du PIB national.

Répartition des parts de marché

Unicredit	BPM	BMPS Total Italie	Bper	BP Sondrio
11%	8%	6%	8%	1%
Italie du nord				
11%	10%	4%	6%	2%
Italie centrale				
11%	5%	10%	7%	n.d.
Italie du sud et îles				
12%	3%	7%	15%	n.a.
Lombardie				
7%	14%	4%	7%	5%
Latium				
17%	5%	6%	5%	2%
Vénétie				
13%	9%	8%	2%	0%
Emilie Romagne				
14%	8%	4%	13%	0%

Sources : JPMorgan Research, UBS Research, Associazione Bancaria Italiana, 2021.

L'éventualité d'une intégration verticale des métiers

Au-delà des fusions « horizontales », les banques italiennes pourraient également connaître **une intégration « verticale » en absorbant des activités en amont (production) ou en aval (distribution) sur la chaîne de valeur de métiers tels que la gestion d'actifs et l'assurance**. La consolidation d'acteurs bien implantés sur ces segments de marché assez fragmentés pourrait donner lieu à l'apparition d'acteurs majeurs aux revenus diversifiés, et à l'intégration territoriale renforcée.

Secteur financier italien

Gestion d'actifs

Assurance-vie

Assurance

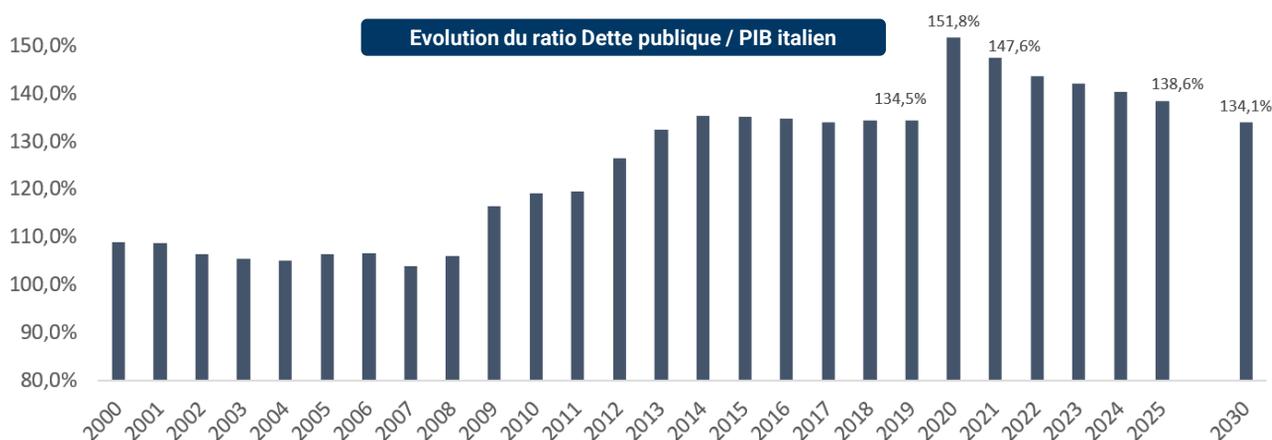
Source : Lazard Frères Gestion, Relations investisseurs.

IV – Des notations bien orientées

Enfin, le secteur bancaire italien pourrait profiter d'une amélioration des « ratings » attribués à chaque établissement par les agences de notation (Moody's, Fitch, S&P). **Les notations des banques italiennes sont en effet plafonnées à celle de l'État italien**, un émetteur bancaire ne pouvant dépasser la notation attribuée à son pays de domiciliation. Or, la note souveraine de l'Italie pourrait être relevée dans un futur proche. En effet, le ratio Dette publique / PIB (151,8% fin 2020) devrait, selon le gouvernement, retrouver son niveau de 2019 en 2030 grâce aux aides du programme Next Generation EU et aux réformes structurelles associées. L'endettement italien reviendrait ainsi à 134% du PIB, notamment porté par une forte croissance économique.

Ces perspectives positives sur la dette italienne ont d'ores et déjà donné lieu à une première amélioration des notations. **En décembre, Fitch a ainsi relevé sa note de l'État italien de BBB- à BBB.** Auparavant, S&P a relevé en novembre sa perspective de « stable » à « positive ». Cette amélioration tient bien compte des risques persistants sur l'économie du pays : dette élevée et risque politique.

Le relèvement de ce « plafond », associé à des bilans bancaires plus sains, devrait ouvrir la voie à une amélioration des notations de crédit des principaux établissements bancaires italiens. **S&P a d'ores et déjà relevé ses perspectives de « stables » à « positives » pour cinq établissements.**



Source : Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2022.

Ratings: note de l'Italie et note des banques italiennes

	Moody's	S&P	Fitch
	Baa3	BBB	BBB
Rating	Baa3	BBB	BBB
Outlook	Stable	Positive	Stable

INTESA  SANPAOLO		
Moody's	S&P	Fitch
Baa1	BBB	BBB
=	Positive	=

UniCredit 		
Moody's	S&P	Fitch
Baa1	BBB	BBB
=	Positive	=

Source : Moody's, S&P Global Ratings, Fitch Ratings, 2022. En vert : relèvements opérés depuis fin 2020.

Conclusion

Certes, l'Italie continue de faire face à des défis majeurs de long terme, le pays restant l'un des plus endettés de l'Union européenne. Sa visibilité est également réduite par son instabilité politique et le fort ancrage des partis les plus contestataires.

Pour autant, le pays est entré dans une période propice à la croissance : l'aide européenne, massive et programmée jusqu'en 2026, change la donne face à la décennie passée. L'austérité économique a laissé place à la relance.

En parallèle, les efforts d'assainissement opérés au cours des dernières années n'ont pas été vains. Les banques italiennes ont su évacuer de leur bilan la grande majorité de leurs prêts non-performants et se constituer un solide coussin de fonds propres. La

profitabilité du secteur présente par ailleurs de bonnes perspectives d'amélioration pour les années à venir.

En somme, bien que l'image des banques italiennes ait souffert de la crise de 2008, la plupart des voyants sont désormais au vert.

De notre point de vue d'investisseurs, **les émissions obligataires des banques italiennes présentent donc de sérieux atouts, notamment sur le segment des dettes subordonnées.** Pour les observateurs attentifs, capables de bien évaluer les qualités intrinsèques de chaque institution financière, certains de ces titres constituent actuellement d'excellentes opportunités d'investissement.

Article rédigé en date du 27 avril 2022. Les informations fournies n'ont pas vocation à constituer un conseil en investissement et sont destinées uniquement à des fins d'information. Les données utilisées dans ce document sont utilisées de bonne foi, mais aucune garantie ne peut être accordée quant à leur exactitude. Toutes les données contenues dans le présent document proviennent de Lazard, sauf indication contraire. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les opinions exprimées dans le présent document sont sujettes à modification.

Ce document contient des informations obtenues de tiers, y compris d'agences de notation telles que Standard & Poor's. La reproduction et la distribution de contenus, sous quelque forme que ce soit, provenant de tiers, sont interdites, sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, la ponctualité ou la disponibilité des informations, y compris les notations, et ne sont pas responsables d'erreurs ou d'omissions (par négligence ou autres), quelle qu'en soit la cause, ni des résultats obtenus suite à l'utilisation d'un tel contenu. Les fournisseurs de contenus tiers ne donnent aucune garantie, expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, aucune garantie quant à la qualité marchande ou à l'adéquation à un usage ou une finalité spécifique. Les fournisseurs de contenus tiers ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuels dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, ni de coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes (y compris la perte de revenus ou de bénéfices et les coûts ou pertes d'opportunité causés par négligence) liés à toute utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des formulations d'opinions et ne constituent pas la déclaration de faits ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne traitent pas de l'adéquation des titres ou de leur pertinence à des fins d'investissement et ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement.

A propos du groupe Lazard (31/12/2021) :

Le groupe Lazard, créé en 1848, intervient sur les métiers de conseil financier et de gestion d'actifs. Avec plus de 3000 collaborateurs répartis dans 27 pays, il gère 274 milliards de dollars d'actifs dans le monde.

Lazard Frères Gestion est la société de gestion d'actifs du groupe Lazard en France, spécialisée dans l'investissement dans les valeurs cotées. La société bénéficie, pour conseiller ses clients, de tous les savoir-faire d'une grande maison de gestion adossée à un puissant groupe international présent sur toutes les grandes classes d'actifs, implanté dans les zones géographiques majeures et disposant d'une équipe de recherche mondiale de plus de 100 analystes dédiés à la gestion d'actifs. Pour plus d'informations sur Lazard Frères Gestion, veuillez consulter le site www.lazardfreresgestion.fr. Suivez LFG sur @LazardGestion.

SUIVEZ
& PARTAGEZ

l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet

www.lazardfreresgestion.fr



Blog

www.lazardfreresgestion-tribune.com



Twitter

@LazardManagement



LinkedIn

Lazard Frères Gestion