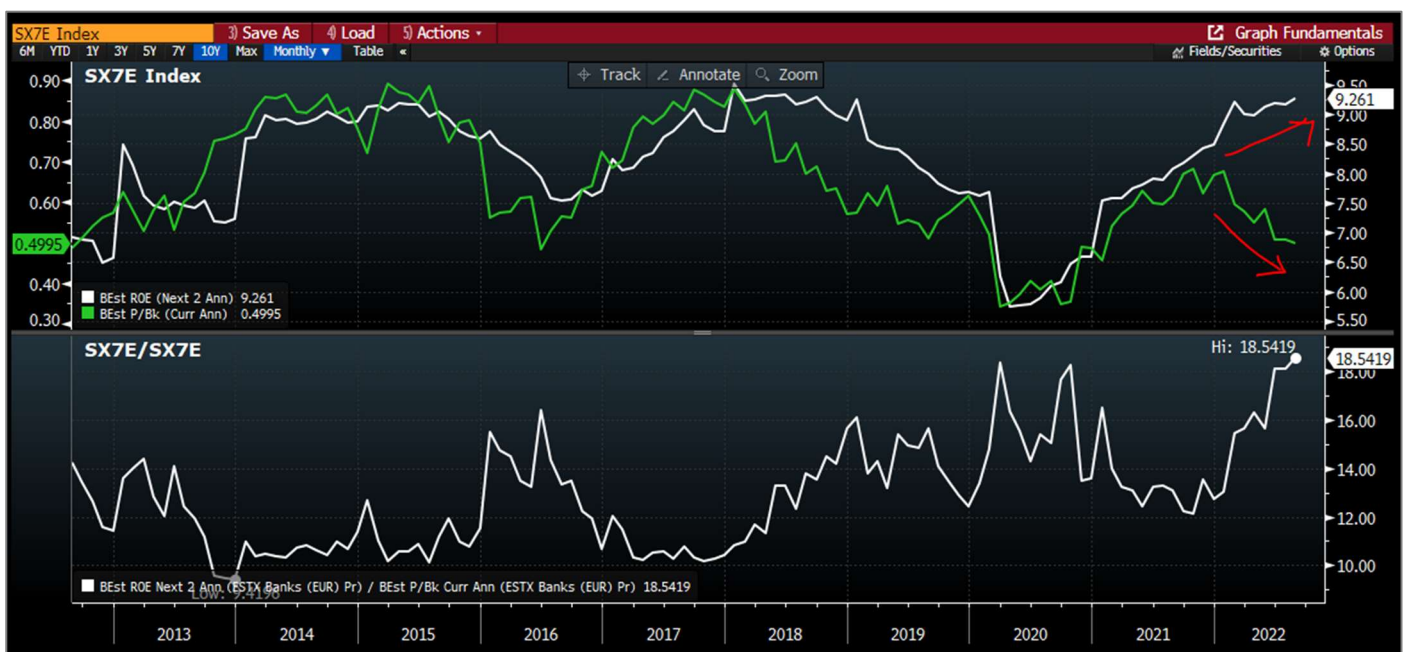


SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN : UNE DIVERGENCE RECORD ENTRE MARCHÉS ET ANALYSTES

1. Divergence entre les bénéfices attendus et les performances boursières

On observe un rare découplage entre la dynamique des bénéfices attendus et les performances boursières des banques de la zone euro. Les analystes revoient fortement à la hausse leurs estimations de résultats à court et moyen terme depuis le début de l'année, tandis que les marchés s'enfoncent. Le ratio ROE estimé par les analystes / (price / book) vient d'atteindre le plus haut de l'histoire du SX7E, à 18x.



2. À très court terme (T3/T4 2022)

Sur la première moitié de cette année les résultats des banques européennes ont positivement surpris par rapport aux attentes des analystes :

- Au premier trimestre, les revenus ont été supérieurs de 7% par rapport au consensus et les profits de 25%
- Au second trimestre, les revenus ont été supérieurs de 6% par rapport au consensus et les profits de 35%

Cette tendance devrait se poursuivre pour le reste de l'année grâce à plusieurs relais de performance :

- Croissance des encours de crédit soutenue (cf. données ECB juillet et août pour banques centrales nationales).

- Amélioration des marges (hausse des taux, hausses des primes de risque sur les prêts aux entreprises).
- Maintien à un niveau élevé des commissions de paiement à la faveur d'indicateurs d'activité bien orientés.
- Pas de ralentissement des flux dans les salles de marché.
- Légère reprise du marché primaire obligataire.
- Taux de défaut toujours sous la normale. On observe tout de même une légère augmentation sur les deux derniers mois, en particulier sur le segment des prêts automobiles auprès des ménages les moins solvables. Ces niveaux restent toutefois bien inférieurs aux médianes.

3. À moyen terme (2023)

Quatre variables vont déterminer la capacité des banques européennes à soutenir leurs bénéficiaires.

1. La production de crédit restera a priori dynamique tant que l'inflation "core" subsistera (elle suit la croissance du PIB nominal). Les banques ont une forte capacité de prêt car elles reposent sur des fondamentaux solides (ratios de capital, liquidité et funding élevés).
2. Les analystes sous-estiment encore les effets des hausses de taux sur leurs revenus.
3. Les marchés sont très négatifs sur les perspectives économiques (cf. Xover, valorisations des valeurs cycliques etc) mais l'emploi, variable la plus corrélée aux taux de défaut, n'est pas une source d'inquiétude, l'exposition des banques européennes aux segments "subprimes" est faible et la politique fiscale des gouvernements reste protectrice.
4. Eventuelles taxes sur les « superprofits » : il existe une forte divergence d'approches entre les pays. La France favorise la coopération, l'Espagne parle d'introduire une taxe de deux ans, les pays d'Europe centrale ont l'approche la plus agressive. L'effet de taxes sur les superprofits sur le secteur bancaire peut être particulièrement sournois car le coût devrait être intégré dans les stress tests et le pricing des prêts (c'est la réglementation), risquant un retrait du secteur dans une période de volatilité économique. C'est pourquoi nous nous attendons à une approche plus modérée et coopérative que ce qui pourrait se faire sur le secteur énergétique (où les superprofits sont plus choquants dans les cas extrêmes).

4. Contexte relativement favorable aux valeurs bancaires

En somme, il apparaît que les marchés sont excessivement pessimistes et pénalisent le secteur par réflexe à la lumière des récessions déflationnistes passées. En termes de stratégie pour la fin de l'année, nos convictions sont les suivantes :

On connaîtra sans doute des épisodes de « short covering » importants au vu du positionnement particulièrement bearish des Hedge Funds et acteurs institutionnels globaux sur les valeurs cycliques européennes.

Les problèmes d'offre deviendront moins préoccupants et l'inflation importée montrera des signes d'amélioration : on constate d'ores et déjà une forte amélioration des chaînes d'approvisionnement. On observe par ailleurs une forte baisse des matières premières sur un certain nombre de marchés. Reste le problème aigu du gaz et de l'électricité en Europe : il est difficile de faire des prédictions, mais une chose est certaine : le pire est "presque déjà" arrivé (la Russie a coupé 70% des flux au milieu d'une sécheresse ayant vidé le potentiel hydroélectrique et d'un secteur nucléaire à l'arrêt - le black swan énergétique).

Quoi qu'il en soit, il est probable que les gouvernements interviennent pour limiter l'impact de ces tensions sur les finances des ménages et des entreprises. Une vague de défauts causée par les problèmes énergétiques semble très improbable.

L'inflation "core" restera élevée - tirée par le dynamisme de l'emploi et la diffusion du choc d'inflation passé sur les biens - et ne montrera pas de signes de stabilisation. Pas trop d'espoir d'une compression des primes de risque via un retour du "put" BCE (qui protège contre les chocs de demande).

Ceci devrait favoriser la reprise des valeurs cycliques européennes, au moins en relatif par rapport au marché, mais ne suffira pas à une reprise globale forte des actifs risqués (il faudrait pour cela que l'inflation s'oriente plus durablement dans une trajectoire descendante). Les banques bénéficieront de la poursuite de la dynamique ascendante sur les attentes de résultat.



Antonio Roman

CFA, Actuaire

Gérant de portefeuille du fonds Axiom European Banks Equity

Antonio a commencé sa carrière chez Goldman Sachs Asset Management dans l'équipe chargée de construire des solutions d'investissement optimales, sous des angles économiques, réglementaires et comptables, pour les clients institutionnels.

Il a ensuite occupé le poste d'analyste quantitatif chez JP Morgan Asset Management, où il a renforcé son expertise en assurance à travers le développement de divers outils d'optimisation de portefeuille en environnement Solvabilité II.

Antonio est diplômé de l'École Polytechnique (X2012) et de l'ENSAE. Il est également membre certifié de l'Institut des Actuaires Français.

Avertissement

Ce document est établi par Axiom Alternative Investments. Il est réservé uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers 2014/65/UE, agissant pour compte propre ou agissant pour compte de tiers dans la mesure où les décisions d'investissements relèvent de leur propre discrétion.

Axiom Alternative Investments est une société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°GP-06000039. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une quelconque valeur contractuelle. Toute souscription devra être effectuée après avoir pris connaissance du prospectus de l'OPCVM, disponible sur simple demande auprès d'Axiom Alternative Investments. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription de ce produit. Toutefois en cas de souscription, l'investisseur doit obligatoirement consulter le prospectus de l'OPCVM afin de prendre connaissance de manière exacte des risques encourus notamment le risque de perte en capital et le cas échéant, le risque de liquidité des actifs sous-jacents. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction. La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée sont interdites sans l'autorisation préalable de Axiom Alternative Investments