

Les actions bancaires européennes vs. Bunds : Un nouveau chapitre

La corrélation entre les rendements des Bunds et des actions bancaires européennes n'a pas évolué comme on aurait pu l'espérer en 2022. Si les marchés ont initialement été enthousiasmés par la perspective de marges d'intérêt plus élevées, les investisseurs ont vite délaissé le secteur au début de la guerre en Ukraine. Le spectre d'une récession profonde en Europe sur fond de crise énergétique et de resserrement monétaire a refroidi les appétits.

Malgré de solides résultats trimestriels et les orientations constructives des équipes de direction, le marché se préparait à une vague de défaillances, des hausses de coûts, une baisse des commissions et une croissance négative des prêts, et donc un effondrement des bénéfices des banques. Le sentiment a commencé à changer au quatrième trimestre : les augmentations de salaires et l'assouplissement des contraintes d'offre, le dynamisme du marché du travail ainsi que la baisse du rythme des hausses de taux ont mis à mal le pari d'un essoufflement rapide de la demande. Après de nombreux rebondissements, le SX7R a terminé l'année sur des niveaux presque inchangés : la hausse de 20% des prévisions de bénéfices des analystes et le rendement de dividende de 6% ont été compensés par une baisse des multiples de valorisation d'une amplitude similaire.

En 2023, le débat tournera autour de la politique monétaire et de la vigueur du marché du travail. Les actions bancaires européennes se distingueront dans un monde où le chômage serait durablement faible et les taux d'intérêt durablement élevés : les marges continueraient de s'accroître tandis que les défauts de paiement resteraient modérés. La question de la possible agressivité des banques centrales face à une inflation sous-jacente qui se stabiliserait bien au-dessus de l'objectif de 2 % sera décisive. Pour citer Christine Lagarde, "they are in for the long game". Dans notre scénario central, après avoir achevé le premier cycle de resserrement, ces dernières feront une pause d'un ou deux trimestres, puis amorceront fin 2023 un second cycle de hausse de taux – plus long et progressif que le premier.

Malgré tout, l'incertitude macro-économique est particulièrement élevée et il serait imprudent de s'engager dans un pari tranché sur un scénario unique. D'un point de vue stratégique, il convient de se demander s'il est pertinent de surpondérer les gagnants de la dernière décennie. Une exposition aux banques européennes présente plusieurs avantages : ces dernières offrent un portage élevé avec une faible duration ; leurs bénéfices sont de moins en moins volatils ; elles ont un rôle clé à jouer dans le financement de la défense, de l'énergie, des chaînes d'approvisionnement et des objectifs climatiques.

Nous détaillons ci-dessous nos perspectives pour le marché du travail et la croissance nominale, et ce qu'elles impliquent pour les actions bancaires européennes. Dans un second temps, nous analysons l'intérêt du secteur du point de vue d'un allocateur d'actifs stratégique dans un contexte d'incertitude élevée. Pour conclure, nous exposons nos scénarios et nos objectifs de prix et discutons de notre positionnement.

I. Les conséquences d'un marché du travail fort

Les marchés de l'emploi ont défié toutes les attentes de ralentissement jusqu'à présent. Des deux côtés de l'Atlantique, le chômage a rarement été aussi bas. Les salaires accélèrent. Si cette dynamique se maintient, cela signifierait la persistance de taux d'intérêt élevés, de défauts de paiement faibles et d'une demande de crédit robuste de la part des entreprises.

1. Les perspectives de croissance

L'inflation est le résultat d'un déséquilibre entre les dépenses et l'offre. Au départ, ce déséquilibre s'est manifesté dans le secteur des biens : les programmes fiscaux généreux ont stimulé une demande qui n'a pas pu se déverser dans les services à cause des confinements. Le manque d'offre concernait principalement les matières premières, les composants, la logistique et les chaînes de production. Aujourd'hui, l'économie des biens connaît un ralentissement : les prix des matières premières ont chuté, les chaînes d'approvisionnement sont plus fluides, les stocks ont été reconstitués. L'inflation prend une forme différente : il y a un déséquilibre entre la croissance nominale des dépenses des ménages et la croissance du marché de l'emploi, ce qui entraîne une forte croissance des salaires. Ce phénomène est évident depuis des mois aux États-Unis et au Royaume-Uni et commence tout juste à se manifester en Europe.

Vous trouverez ci-dessous les chiffres médians de la croissance salariale estimée en glissement annuel en novembre 2022 :

États-Unis – Suivi des salaires (Atlanta FED)	+6.4%
Royaume-Uni – Rémunération hebdomadaire moyenne	+6.1%
Zone Euro – Négociations collectives 2022	+3.8%
Zone Euro – Négociations collectives 2023	+3.5%
Zone Euro – Indice des offres d'emploi Indeed	+5.1%
Allemagne – Indice des offres d'emploi Indeed	+6.9%
France – Indice des offres d'emploi Indeed	+4.7%
Espagne – Indice des offres d'emploi Indeed	+3.8%
Italie – Indice des offres d'emploi Indeed	+4.1%

La forte croissance des salaires est un puissant moteur de la demande. Toutefois, certains facteurs à contre-courant amènent de nombreux analystes à penser que l'inflation et la croissance vont rapidement diminuer. Le plus évident est l'ampleur du resserrement monétaire opéré jusqu'à présent. Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, comme le logement ou les biens durables, sont en difficulté. La deuxième série d'arguments vise généralement l'anémie de l'industrie manufacturière. Aux États-Unis, la faiblesse du taux d'épargne est également mentionnée comme une limite à la consommation future.

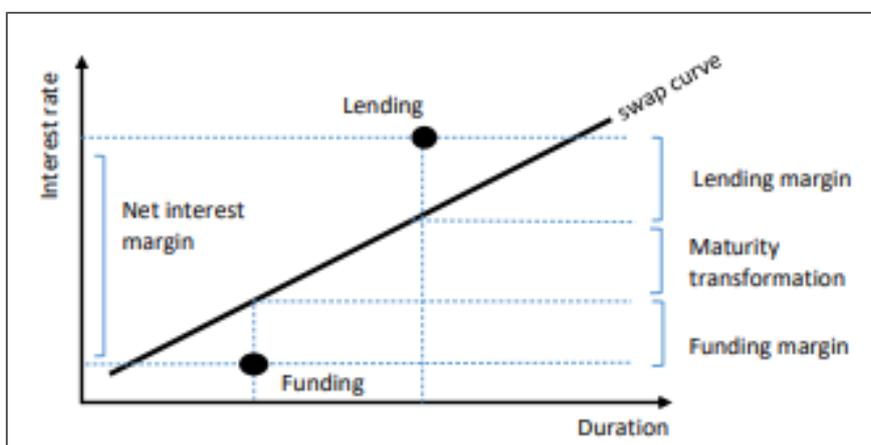
Nous sommes convaincus que la croissance des salaires dominera les facteurs mentionnés ci-dessus :

- Nous ne pensons pas que des taux d'intérêt de 5 % contre une croissance nominale de 7 % aux États-Unis (ou en Europe, des taux d'intérêt de 3 % contre une croissance nominale de 5 %) soient suffisants pour déclencher un ralentissement de l'emploi.

- La tendance dans le secteur manufacturier n'est peut-être pas un bon indicateur avancé en raison du cycle de fermeture/réouverture lié au Covid.
- Bien que les faibles taux d'épargne plafonnent clairement la croissance des dépenses de consommation aux États-Unis, en Europe, ils sont restés élevés tout au long de 2022 et l'excédent d'épargne réel n'a pas diminué.
- Les enquêtes de sentiment sont fortement corrélées à l'indice de misère (chômage + inflation) : dans un régime d'inflation élevée, elles sont moins fiables comme signal de croissance.

2. Marges des banques dans une économie à forte croissance nominale

Pourquoi une croissance nominale dynamique est-elle importante pour les banques ? Cela signifie que les taux d'intérêt sont suffisamment élevés pour leur permettre de dégager une marge de financement sur leurs dépôts. Le schéma simple ci-dessous illustre les trois composantes de la marge sur les prêts et les dépôts : une marge de financement (liée à la fourniture de services de dépôt), une marge sur les prêts (l'écart gagné par les banques pour compenser le risque de crédit) et une marge de transformation des échéances (les banques empruntent à court terme et prêtent à moyen terme).



Il n'y a pas si longtemps, les taux d'intérêt à court terme dans la zone euro étaient négatifs et les courbes étaient presque plates, ce qui empêchait les banques de gagner de l'argent sur le financement ou la transformation des échéances (en fait, la marge de financement était négative !). Les banques ne pouvaient gagner de l'argent que sur les prêts. En 2021, la marge prêt-dépôt était d'environ 150 points de base dans la zone euro. Avant l'introduction des taux négatifs, elle oscillait entre 250 et 350 points de base. En 2004 par exemple, les banques de la zone euro prêtaient à des taux moyens de 4,5 % tout en payant environ 50 points de base sur les dépôts à vue et 2 % sur les dépôts à terme. Un calcul rapide montre que le total des prêts aux ménages et aux entreprises non financières dans la zone euro équivaut à environ 9 fois les fonds propres tangibles du secteur. Si la marge entre les prêts et les dépôts devait revenir à son niveau antérieur, cela signifierait plus de $9 * 100 \text{ pb} = 9 \text{ pts}$ de rendement supplémentaire avant impôt, c'est-à-dire une augmentation de 60 % des bénéfices nets par rapport aux niveaux antérieurs à la pandémie. Il reste à voir dans quelle mesure les banques seront en mesure d'augmenter les marges sur les prêts et les dépôts ; en tout état de cause, il est plus que probable que les revenus potentiels de la hausse des taux soient sous-estimés.

Une croissance élevée du PIB nominal signifie également une croissance élevée du volume des prêts aux entreprises, car ces dernières doivent financer des stocks et des investissements plus coûteux. Cela a pour effet secondaire de rendre l'encours de la dette plus facile à rembourser, en particulier lorsque l'encours paie un faible coupon fixe : dans les années 70, les pertes sur prêts sont restées faibles malgré un chômage élevé. Il est important de noter qu'historiquement, plus le marché du travail est tendu, plus les pertes sur prêts sont faibles.

D'un autre côté, des salaires plus élevés signifieraient des coûts d'exploitation plus élevés pour les banques. Cependant, l'Europe est encore « sur bancarisée » et il existe des efficacités inexploitées dans les réseaux de détail et le personnel : le pouvoir de négociation de leurs employés est limité. Une forte croissance des prêts permettrait de générer des économies d'échelle et se traduirait par une amélioration nette du ratio coûts/revenus.

3. Les banques centrales pourraient-elles gâcher la fête ?

C'est une question ouverte et décisive.

Si, en effet, la croissance nominale reste élevée l'année prochaine, l'inflation sous-jacente s'établissant autour de 3 à 4 % et la croissance des salaires autour de 4 à 5 %, les banques centrales devront décider si elles veulent rester patientes et maintenir les taux à des niveaux élevés, si elles veulent les relever davantage mais par petits incréments, ou si elles veulent se débarrasser de l'inflation une fois pour toutes en entamant un deuxième cycle resserrement agressif. La deuxième option semble la plus raisonnable et la plus probable. Cela dit, il est notoirement difficile de prévoir le comportement des banques centrales.

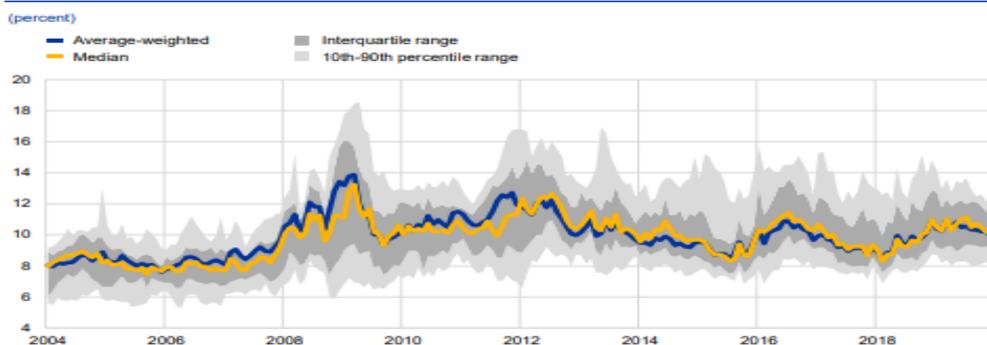
II. Les banques européennes : l'angle des facteurs d'investissement

Le scénario décrit ci-dessus n'est qu'une des voies possibles de résolution des déséquilibres macroéconomiques actuels. Comme il peut s'avérer difficile de naviguer dans les courants croisés actuels, on peut souhaiter être agnostique vis-à-vis de la macroéconomie et équilibrer l'exposition entre les classes d'actifs et les facteurs. Au cours de la dernière décennie, les secteurs de la croissance et de la qualité ont dominé les indices pondérés par la capitalisation boursière, au détriment de la valeur. Compte tenu de la volatilité des taux et de l'inflation, il peut être judicieux de rechercher une exposition factorielle à pondération plus égale. Les banques européennes offrent une forte inclinaison vers la valeur, tout en affichant une qualité sous-estimée et des perspectives de croissance en amélioration.

1. Valeur : carry élevé et duration faible

Les banques européennes sont réputées pour être bon marché. Le graphique ci-dessous de la BCE montre que, selon une série de modèles d'évaluation, le coût des fonds propres du secteur se situait autour de 7 % à 8 % avant la crise de 2008 et qu'il a été d'environ 10 % en moyenne entre 2010 et 2022. En comparaison, la prime de risque des actions à long terme de l'indice S&P évolue entre 4 et 6 %. En outre, les banques européennes se caractérisent par des ratios de distribution élevés, une croissance limitée et des ROE relativement faibles. Il n'est donc pas surprenant que le secteur soit souvent considéré comme le plus attractif en termes de ratio cours/bénéfice, de ratio cours/valeur comptable ou de rendement en dividende.

Cost of equity estimates for euro area banks using the model averaging approach



Sources: Bloomberg, Refinitiv, Kenneth French's data library and ECB calculations.
Notes: This chart shows the time-series of the model average estimates. EA is the euro area weighted average of the bank-level model average estimates, weighted by market capitalisation. The grey shaded area is the range between the 10th and 90th percentile of these estimates. Latest observation: December 2019.

Les valorisations actuelles du SX7E sont particulièrement attrayantes, en termes absolus ou par rapport au marché européen. Le coût des fonds propres actuel est supérieur à 15 %. Au cours des 10 dernières

années, son ratio cours/bénéfices n'a été inférieur à son niveau actuel que 7 % du temps. Le ratio cours/valeur comptable du secteur est toujours inférieur à son niveau médian sur la période, malgré des perspectives de rentabilité nettement meilleures.

<i>Indicateur</i>	<i>Niveau actuel</i>	<i>Quantile sur 10 ans</i>
<i>Price-to-earnings</i>	6.9x	7%
<i>Price-to-book</i>	0.60x	40%
<i>P-E discount to the SX5E</i>	41%	12%

Le portage atteint également des sommets : avec un rendement des dividendes de 7 % et un rendement des rachats de 3 %, le secteur devrait rapporter 30 % de sa capitalisation boursière au cours des trois prochaines années. Pour certaines valeurs comme UniCredit et Intesa, ce chiffre dépasse 40 %.

2. Qualité fondamentale sous-évaluée

Dans les années 2010, la rentabilité du secteur a souffert du triple choc de l'augmentation des fonds propres, de la réduction forcée du risque et des coûts de restructuration élevés. En conséquence, les banques ont fini par être sévèrement sous-pondérées dans les facteurs de qualité. Nous pensons que la tendance s'est inversée, avec des perspectives de ROE plus élevés et moins volatils à l'avenir.

- *Excès de capital* : Les ratios de fonds propres sont bien supérieurs aux objectifs internes des banques. L'impact de Bâle IV a été en partie anticipé et n'entraînera que des ajustements minimes à l'avenir. La réglementation est globalement stable et généralement perçue comme légèrement trop prudente. Cela permet de réduire le nombre d'actions et de verser des dividendes élevés.
- *Pertes sur prêts* : La qualité globale des portefeuilles de prêts s'est considérablement améliorée : Les LTV sur les prêts hypothécaires sont proches des plus bas historiques, la part des actifs de niveau 3 a diminué et les banques se sont tenues à l'écart de la partie la plus risquée du crédit (le crédit privé, les fonds CLO et les Fintech de crédit à la consommation ont soutenu la croissance de la dette risquée des ménages et des entreprises). L'effet négatif de la réduction du risque lié aux créances douteuses s'est arrêté lorsque les ratios de créances douteuses se sont normalisés et sont revenus aux niveaux les plus bas d'avant la crise financière mondiale.
- *Coûts* : Les banques ont fait des progrès significatifs en matière de numérisation. Cela est visible dans la convergence entre les notations des applications des opérateurs historiques et des Fintech. Les visites en agence sont désormais inférieures d'environ 30 % à celles d'avant la pandémie. La proportion de transactions bancaires effectuées en ligne s'est accélérée. Cela permet aux banques de réduire davantage le nombre d'agences et de personnel. Sur le front de la réglementation et de la GAP, la plupart des investissements lourds ont été réalisés. Le passage de consultants externes au personnel interne sera une autre source d'économies.

Les avantages de la réduction des risques et de la restructuration entreprises par le secteur sont difficiles à dissocier de la situation macroéconomique. Par conséquent, la thèse de la qualité aura besoin d'un cycle complet pour être testée. Les performances des portefeuilles de prêts au cours des prochaines années seront suivies de près.

3. Croissance : le super-cycle des dépenses d'investissements

Au lendemain de Covid, les banques ont constaté une forte reprise de la demande de crédit de la part des entreprises, à la fois en raison de besoins de financement des stocks plus élevés et de dépenses d'investissement plus importantes. La tendance s'est accélérée après le début de la guerre contre l'Ukraine en raison des besoins de financement élevés des entreprises du secteur de l'énergie.

Il y a de nombreuses raisons de penser qu'un nouveau super-cycle de dépenses d'investissement se dessine :

- Relocalisation et redondance des chaînes d'approvisionnement ;
- Sécurité énergétique et solutions respectueuses du climat ;
- Amélioration des infrastructures ;
- Dépenses de défense ;
- Investissements dans la productivité liés aux pressions sur la main-d'œuvre nationale.

Le déplacement du capital et de la main-d'œuvre vers l'Asie a entraîné une baisse des salaires et de l'intensité du capital dans les économies occidentales. L'inversion de ce mouvement pourrait entraîner l'inversion de ses effets. Les banques joueront un rôle clé dans le financement de cette transition.

III. Positionnement pour l'année à venir

Comme l'année dernière, nous nous attendons à une volatilité élevée. Après tout, nous ne savons toujours pas vraiment dans quel régime macroéconomique nous nous trouvons, et nous ne comprenons pas encore parfaitement comment les banquiers centraux réagiront aux différentes configurations économiques. Toutefois, le risque d'assister à une forte baisse est moindre. Le gros du travail sur les taux a déjà été fait. L'inflation pourrait se révéler plus résistante que prévu, mais il est peu probable qu'elle reste au-dessus de 5 %. Le pic de la crise énergétique est derrière nous. Le point d'entrée est plus intéressant, le secteur étant stable sur 2022 malgré une hausse de 20 % des prévisions de bénéfices.

1. A quoi les prochaines saisons de résultats pourraient ressembler

La saison des résultats du quatrième trimestre commencera fin janvier pour les banques européennes. Elle devrait ressembler à une répétition des saisons de résultats précédentes, avec une certaine inflexion autour de la croissance des prêts et des prévisions de coûts :

- Sur le front de la qualité des actifs, les défaillances sont susceptibles d'être restées très faibles tout au long du quatrième trimestre. Les analystes vont probablement repousser plus loin dans le temps leurs prévisions de pertes sur prêts.
- Les revenus nets d'intérêts (NII) surprendront à nouveau à la hausse, principalement pour les banques des pays à taux variable. Certaines zones géographiques à taux fixe, comme la banque de détail française, pourraient être décevantes. Les analystes poseront des questions sur la dynamique des dépôts à vue et à terme.
- Les revenus de trading seront supérieurs aux attentes.
- La direction soulignera probablement la baisse de la demande de prêts, en particulier dans le secteur de l'immobilier, mais indiquera tout de même une croissance saine des volumes en 2023.
- Les coûts seront probablement revus à la hausse, les banques réorientant leur communication vers un objectif C/I.

Si l'environnement de taux actuel persiste, les saisons de bénéfices à venir seront dominées par le dynamisme des revenus d'intérêt - qui sont très sous-estimés, en supposant que les banques soient capables de restaurer leurs marges sur les prêts et les dépôts à leurs niveaux d'avant 2014. Les pertes sur prêts seront principalement fonction du marché du travail ; compte tenu des provisions excédentaires actuelles (environ 30 points de base, soit suffisamment pour couvrir 70 % des pertes excédentaires typiques d'une récession), l'année 2023 sera probablement meilleure que prévu sur le plan de la qualité des actifs.

Dans cet environnement, nous privilégions les banques présentant les caractéristiques suivantes :

- Un mix d'activités orienté vers la banque de détail, l'assurance-vie et le trading, par opposition à la gestion d'actifs, au courtage et aux services financiers diversifiés.
- Sensibilité positive élevée des bénéfices aux taux à court terme
- Capital excédentaire élevé
- Potentiel de réduction des coûts et levier opérationnel

- Nous pénalisons les expositions CRE, les PME et les expositions des entreprises risquées ; dans le domaine des prêts hypothécaires, nous favorisons les pays où les LTV sont faibles, où le risque lié aux prix de l'immobilier est moindre et où le stress lié au service de la dette des ménages est réduit.

2. Scénarios et cibles de prix pour le SX7E

Pour aider à cadrer le débat, nous présentons ci-dessous quatre scénarios qui illustrent un large éventail de valeurs possibles pour la croissance nominale et les fonctions de réaction des banques centrales. Pour les actions bancaires européennes, le scénario "croissance nominale durablement élevée" serait clairement le résultat le plus favorable, tandis que le "crash déflationniste" serait le pire.

Scénario	Probabilité	Perspectives économiques en zone euro	Réaction des banques centrales fin 2023	Performance SX7E
Crash déflationniste	10%	10%+ de chômage, <1% d'inflation	Baisse agressive des taux	-40%
Ralentissement significatif	30%	8%-9% de chômage, 1%-2.5% d'inflation	Baisse progressive des taux	+10%
Croissance nominale durablement élevée	50%	6%-7% de chômage, croissance des salaires élevée mais stable	Taux stables à un niveau élevé ou légères hausses étalées	+50%
Inflation explosive	10%	Croissance des salaires supérieure à 6%	Deuxième cycle de resserrement agressif	-20%

3. Points d'attention

Certaines banques japonaises - notamment Norinchukin, Japan Post Bank et Shinkin Central Bank - présentent des niveaux élevés de risque de taux d'intérêt et pourraient être contraintes de vendre des actifs si la Banque du Japon mettait fin trop rapidement à sa politique de contrôle de la courbe des taux. Cela pourrait avoir un impact sur les marchés des CLO et sur le sentiment boursier envers les banques au niveau mondial.

Un déclin plus important que prévu des marchés immobiliers pourrait également mettre sous pression le bilan des banques. Au cours de ce cycle, cependant, la hausse des prix de l'immobilier ne s'est pas accompagnée d'une flambée de la dette hypothécaire : en Europe, au cours des six dernières années, les prix de l'immobilier ont augmenté de plus de 40 %, mais le ratio de la dette hypothécaire sur PIB est resté inchangé. Par conséquent, la part des prêts hypothécaires dont la quotité de financement est supérieure à 80 % dans les bilans des banques est contenue (~5 % au Royaume-Uni, en Suède et en Irlande, ~15 % en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique).

Les risques géopolitiques restent élevés.

**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 Actuaire 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.