

## L'immobilier commercial,

L'immobilier commercial européen en général est en bonne santé. Certes, la hausse des taux a entraîné des baisses de valorisation sur tous les actifs immobiliers, mais les emprunteurs maintiennent en moyenne des métriques opérationnelles (cash flows) solides, qui leur permettent d'assurer le service de leur dette et d'accéder au marché du refinancement (que ce soit via les banques, les marchés obligataires, ou le crédit privé).

Il faut regarder les banques exposées aux sous-secteurs en difficulté uniquement (par exemple l'immobilier de bureaux US), pas au CRE en général.

---

Données au 31/12/2023

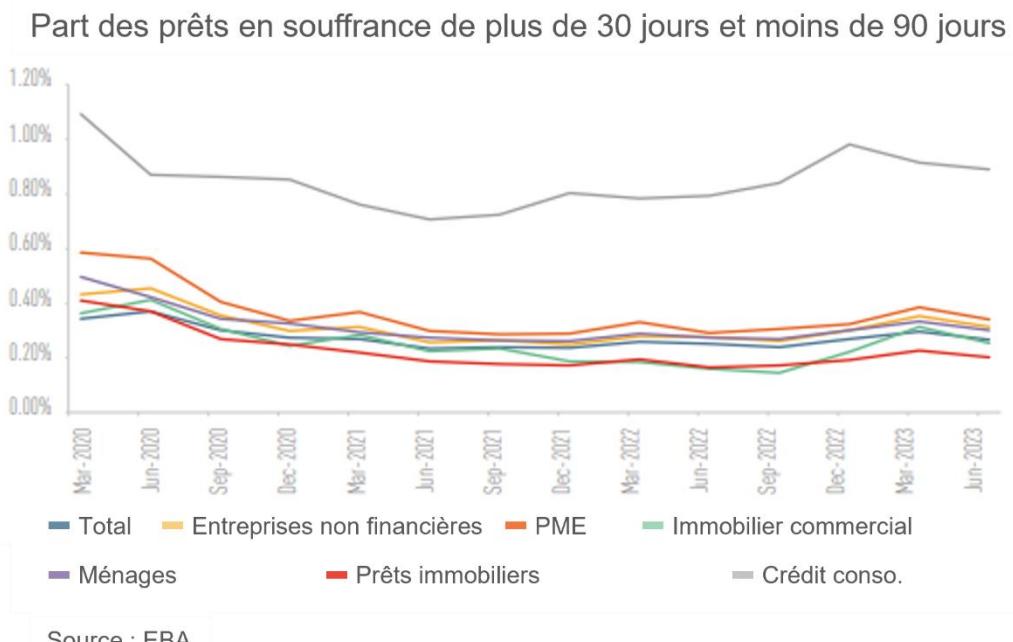
*Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.*

## I. L'immobilier commercial européen en général est en bonne santé

Le cycle de hausse des taux a entraîné des baisses de valorisation sur tous les actifs immobiliers, mais les emprunteurs maintiennent en moyenne des métriques opérationnelles (cash flows) solides, qui leur permettent d'assurer le service de leur dette et d'accéder au marché du refinancement (que ce soit via les banques, les marchés obligataires, ou le crédit privé).

**Il faut regarder les banques exposées aux sous-secteurs en difficulté uniquement (par exemple l'immobilier de bureaux US), pas au CRE en général.**

**Les défauts sur le CRE restent faibles et ne se distinguent pas des autres secteurs. Les banques sont plus inquiètes de leur exposition au crédit conso qu'au CRE.**



Bien que les progrès en matière d'inflation à court terme aient été substantiels, une certaine prudence s'impose. Les salaires pourraient réaccélérer aux États-Unis : l'indicateur de

Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

croissance des salaires de la Fed d'Atlanta s'est stabilisé au-dessus de 5 % ; l'indice NFIB des plans de rémunération des petites entreprises est de nouveau supérieur de 2 écarts types à sa moyenne de long terme ; les salaires horaires moyens et les indices régionaux de pression salariale de la Fed restent supérieurs à leurs niveaux historiques. Dans la zone euro, la dernière publication de l'indice PMI a souligné que "les prix des services ont augmenté à un rythme non observé depuis juillet", les entreprises devant faire face à des pressions salariales élevées. La tendance déflationniste dans le secteur des biens devrait bientôt s'épuiser à mesure que les effets de base s'estompent. Les prix des matières premières, les prix des biens de consommation et les indices de pression de la chaîne d'approvisionnement ont été stables au cours des 12 derniers mois et entament déjà un début de rebond.

En résumé, nous pensons que l'essentiel du rebond des actifs à forte duration a eu lieu et qu'il est trop tard pour s'exposer davantage aux obligations à long terme. Bien que les chiffres de l'inflation à court terme puissent continuer à paraître encourageants pendant quelques mois, les anticipations d'inflation à moyen et long terme ont probablement atteint un plancher au vu de la persistance des pressions salariales, la fin de la tendance déflationniste dans le secteur des biens, l'évolution lente mais continue vers l'augmentation des dépenses budgétaires et la fragmentation des zones économiques.

Sur les marchés actions, le pari de la duration risque également de décevoir. Au sein du secteur financier, l'immobilier, les gestionnaires d'actifs et les courtiers devraient continuer à subir des vents contraires. De même il n'est pas judicieux d'éviter les actions bancaires au seul motif que les taux vont baisser. Statistiquement, ces dernières ne sous-performent pas dans un cycle moyen de baisse des taux. Contrairement à 2008, elles ont surperformé en 1992 et en 2001 après la première baisse de taux :

Performance des actions des banques européennes par rapport au reste du marché lors des précédents cycles de baisse des taux			
	Septembre 1992	Mai 2001	Octobre 2008
T-6M	-1,50%	6,50%	-6,00%
T-3M	4,50%	-0,30%	4,00%
T+1M	1,50%	-1,40%	-16,00%

Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

T+3M	3,00%	0,40%	-24,00%
T+12M	10,20%	9,90%	-6,00%

Source : Bloomberg data, Axiom analysis

## II. Les actions bancaires devraient surperformer le marché européen dans tous les scénarios macroéconomiques à l'exception d'une récession profonde.

Sir John Templeton caractérisait les cycles boursiers de la façon suivante : "Les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, grandissent dans le scepticisme, mûrissent dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie".

**Alors que les marchés mondiaux sont d'humeur optimiste, les banques européennes sont toujours confrontées à un grand scepticisme.**

La prudence des investisseurs à l'égard de la viabilité à long terme des bénéfices actuels des banques européennes se manifeste de nombreuses façons :

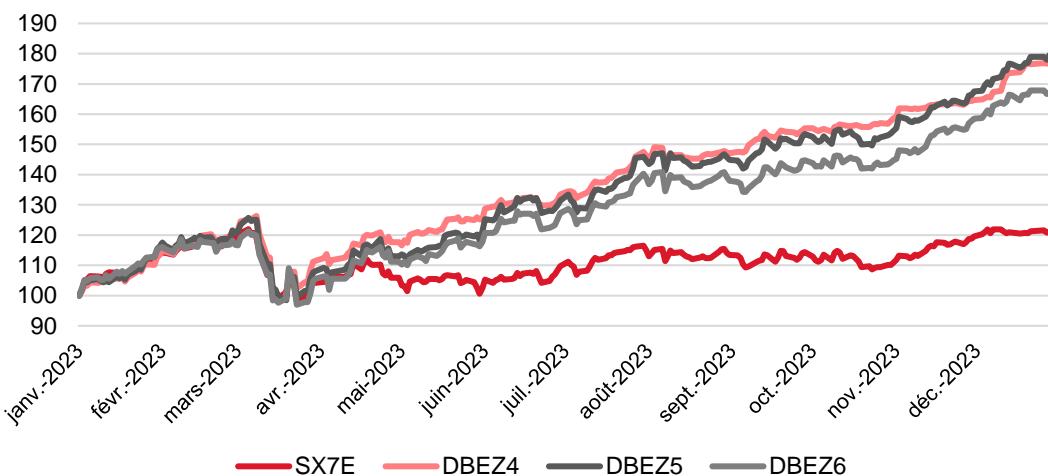
- a. Alors que les contrats à terme sur les dividendes du SX7E pour 2024, 2025 et 2026 ont augmenté de 70 % à 80 % depuis janvier 2023, le SX7E lui-même a augmenté d'un peu plus de 20 % seulement en prix.

---

Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

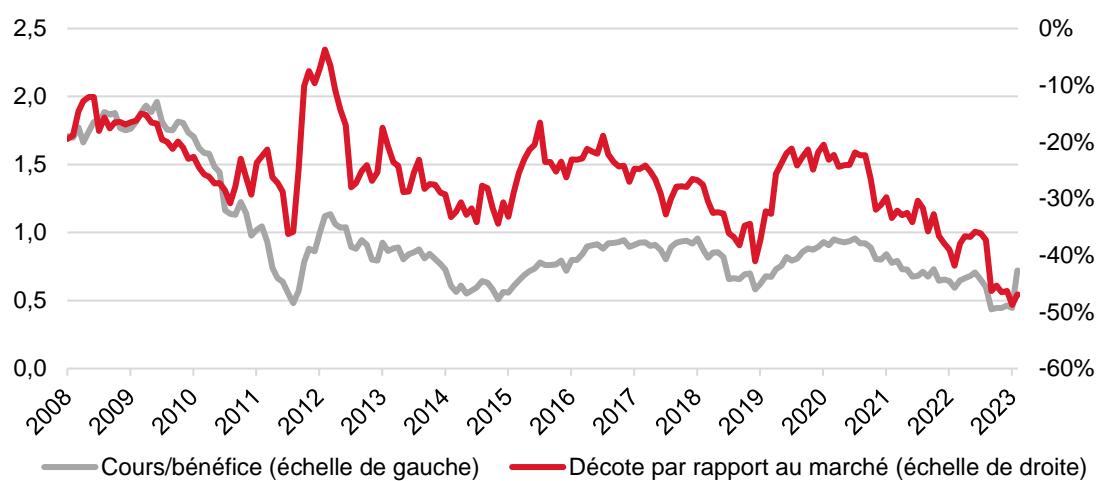
Les actions bancaires accusent un retard de 50 points par rapport à la hausse des contrats à terme sur les dividendes bancaires.



Source : Bloomberg data, Axiom analysis

- b. La décote du ratio cours/bénéfice à deux ans des banques européennes par rapport à l'indice Stoxx Europe est proche de 50 %, un record historique.

Les banques affichent une décote historique par rapport au reste du marché européen.

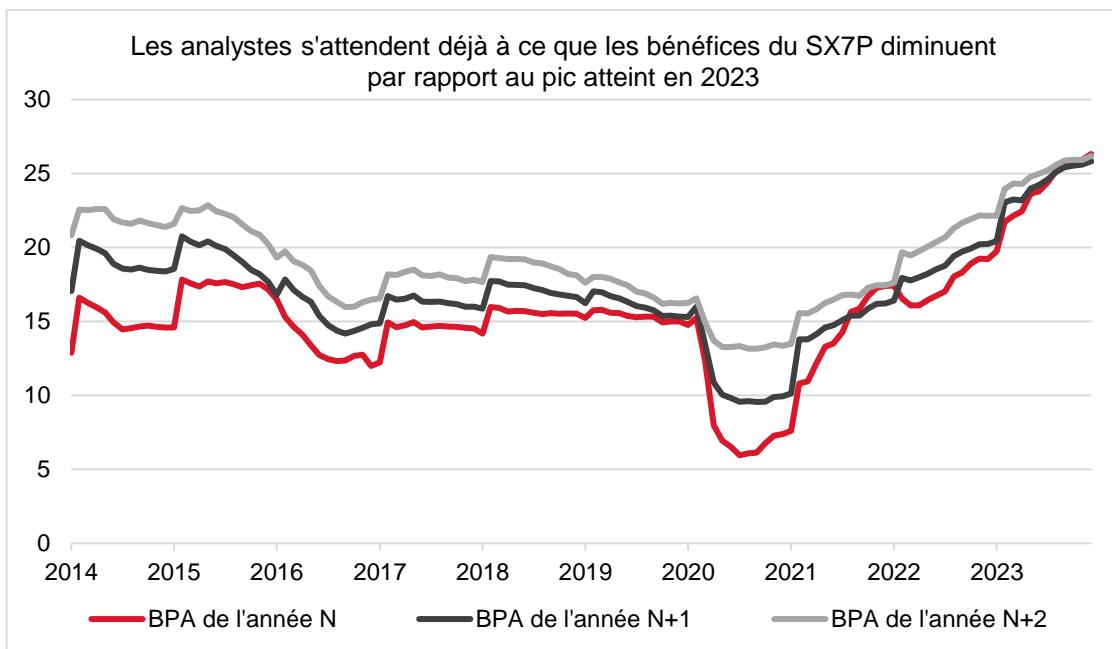


Source : Bloomberg data, Axiom analysis

- c. Le consensus sur les bénéfices futurs s'est inversé : les analystes s'attendent à ce que le revenu net diminue de 4 % en 2024 au niveau de l'indice, en raison de la baisse des revenus nets d'intérêts, de l'augmentation des provisions et de la hausse des coûts.

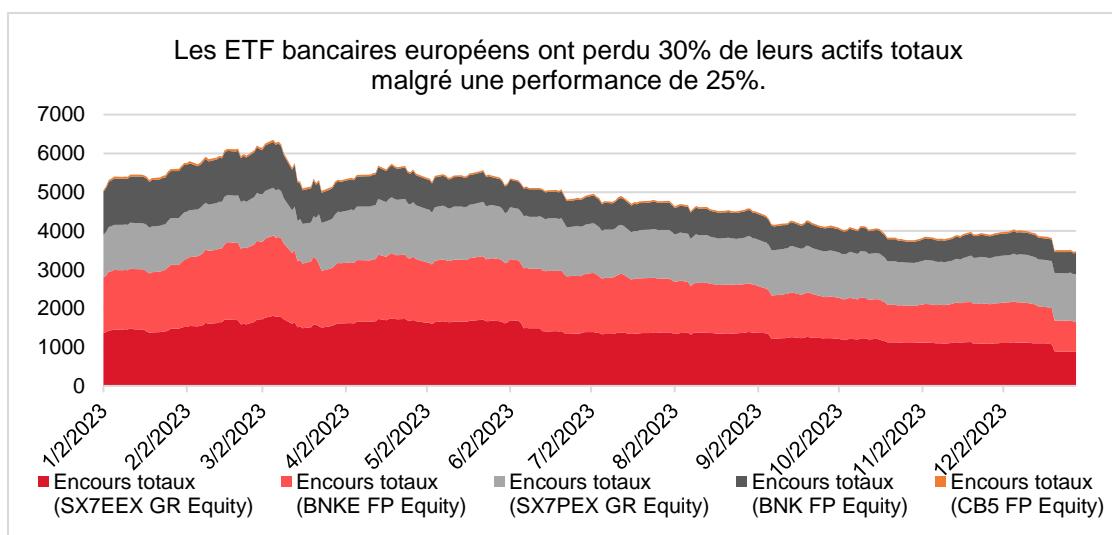
Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.



Source : Bloomberg data, Axiom analysis

- d. Les flux sur les ETF sectoriels indiquent des rachats persistants et des prises de bénéfices sur les banques européennes en 2023. Plusieurs ETF bancaires européens ont perdu plus de 50 % de leurs actifs totaux depuis le pic de 2022. Alors que les banques américaines ont recommencé à attirer des flux au cours des trois derniers mois, les banques européennes sont toujours dans une dynamique de décollecte modeste.



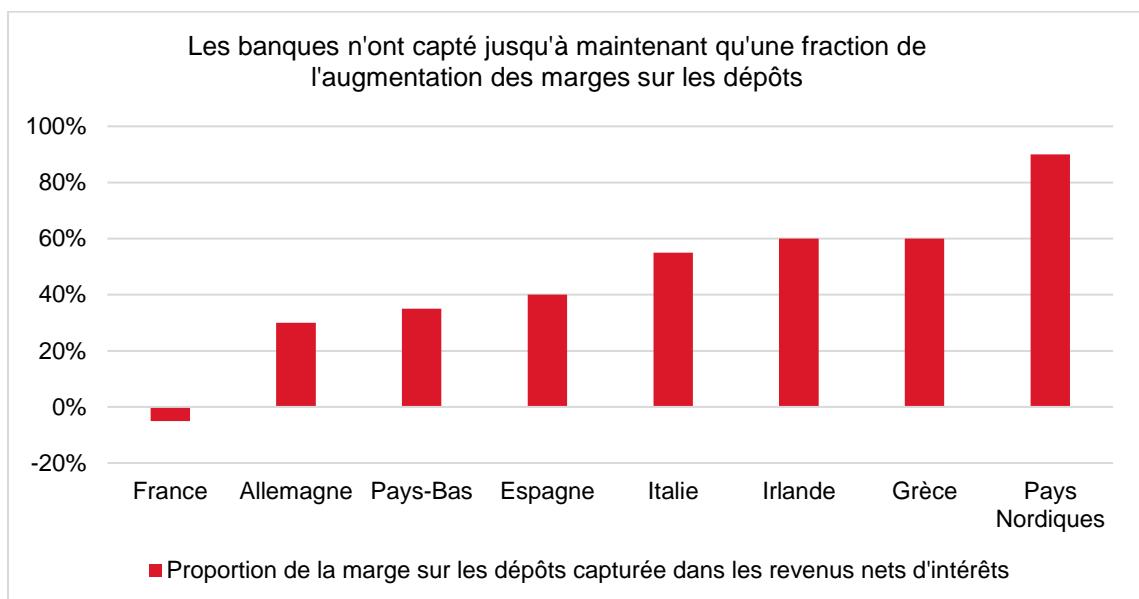
Source : Bloomberg data, Axiom analysis

Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Nous pensons que les bénéfices des banques européennes resteront constants, avec un risque de baisse du consensus de 5 % au plus en cas de stagnation économique et d'un retour des taux BCE à 2 % comme l'indique la courbe des taux à terme.

- Les revenus nets d'intérêts seront protégés par les couvertures des bilans et la duration générale des actifs. L'augmentation des revenus nets d'intérêts du secteur ne reflète jusqu'à présent que 40 % de l'augmentation des marges sur les dépôts, ce qui suggère que les banques ont une marge de manœuvre pour augmenter ou maintenir leurs revenus nets d'intérêts à mesure que les marges sur les dépôts se normalisent. En outre, les marges sur les dépôts pourraient rester durablement élevées en cas d'une poursuite des faibles conditions compétitives sur les dépôts. Nous pourrions assister à un pic des dépôts à terme dès que la BCE commencera à réduire ses taux, les clients concluant qu'ils ont raté le coche.



Source : Bloomberg data, Axiom analysis

- Le coût du risque sera atténué par une politique de crédit prudente, l'utilisation de provisions de précaution et des garanties de l'État sur les prêts aux entreprises à risque.
- Les banques répercuteront les augmentations de leur masse salariale sur leur grille tarifaire et atténueront la croissance des coûts par des embauches parcimonieuses et

Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

des restructurations tactiques. Les attentes du consensus en matière de croissance des rémunérations impliquent des pressions salariales persistantes, ce qui va à l'encontre de l'hypothèse selon laquelle la BCE procédera à des baisses de taux agressives.

- L'augmentation des plans de rachats d'actions soutiendra la croissance du bénéfice par action.

**En substance, nous pensons que les baisses des bénéfices, le cas échéant, seront plus que compensées par une plus grande confiance dans les trajectoires de ces derniers, une meilleure visibilité macroéconomique et de forts taux de distributions aux actionnaires.**

Bien qu'il puisse sembler étrange de plaider en faveur d'une réévaluation du secteur à un moment où les BPA risquent d'être légèrement revus à la baisse, cela fait suite à une période inhabituelle de très forte dynamique des bénéfices et d'expansion des multiples, le découplage étant plus extrême qu'avant la crise financière de 2008. Dans une année où l'économie continue de stagner et où la BCE réduit ses taux, comme l'indique la courbe à terme, notre hypothèse de base est que les banques traverseront les turbulences sereinement puis elles progresseront à mesure que la stabilité des bénéfices se matérialisera et que les niveaux de dividendes rassureront sur la viabilité des rendements actuels.

Que l'Euribor 3M s'établisse à 1,5 %, 2,25 % ou 3,0 %, ces niveaux sont bien au-delà de ce qu'anticipaient les investisseurs aussi récemment qu'au début de 2022 ou pendant l'ère des taux d'intérêts négatifs (50 points de base au mieux). La fin des taux d'intérêts négatifs a été un changement radical pour la rentabilité des banques européennes, et la fin du cycle réglementaire a conduit à des ratios de distribution plus élevés, ce qui devrait se traduire en théorie par des multiples supérieurs. Il est difficilement compréhensible que le ratio cours/valeur comptable du secteur se négocie encore en dessous du niveau médian de l'ère des taux d'intérêts négatifs.

---

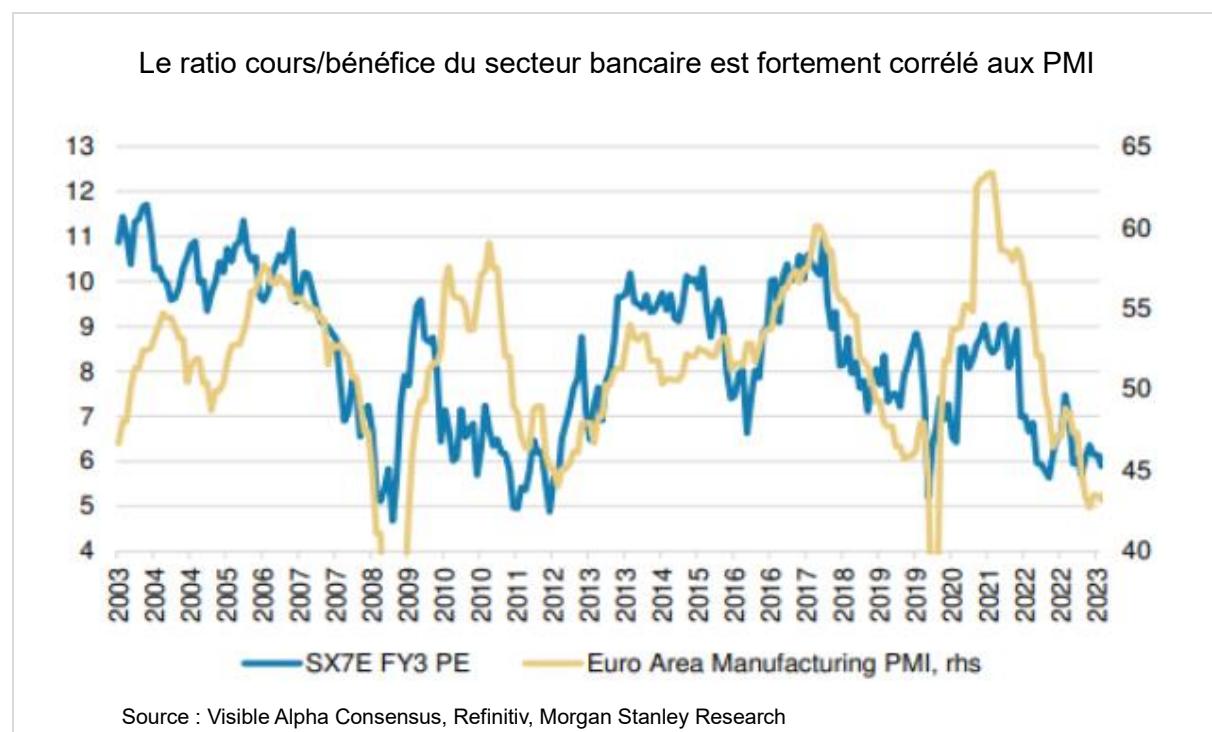
Données au 31/12/2023

*Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.*

À court terme, le quatrième trimestre devrait apporter des surprises positives, car le coût des dépôts a progressé globalement moins que prévu et l'augmentation des réserves de capital se traduira pour certaines banques par une hausse des taux de distribution.

### III. En cas d'accélération économique, les actions bancaires européennes devraient progresser de plus de 30%, leur ratio cours/valeur nette comptable dépassant 1.0 x pour la première fois depuis 2017.

Le ratio cours/bénéfice des banques a toujours été fortement corrélé aux indices PMI. Les phases haussières des banques ont souvent coïncidé avec une amélioration des perspectives économiques et une pentification de la courbe des taux. Dans notre scénario de base, nous supposons que les conditions macroéconomiques restent incertaines, avec une croissance faible ou légèrement négative, des courbes de taux quelque peu inversées, une faible demande de crédit, et des multiples restant bas.



Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Cela pourrait cependant s'avérer trop pessimiste. Sur le front de la croissance, l'Europe a été tirée vers le bas en 2023 par un taux d'épargne exceptionnellement élevé, une production de crédit négative et de faibles exportations. Cette situation pourrait s'inverser en 2024, la hausse des salaires réels et la baisse des taux d'intérêt à court terme relançant les dépenses et le crédit aux entreprises. Dans un scénario où les indices PMI remonteraient de manière convaincante à plus de 52, les flux reviendraient vers le secteur et ramèneraient les multiples des bénéfices à leur moyenne à long terme.

**Cela impliquerait un rallye de plus de 30 % en prix, selon nos analyses, ce qui amènerait le ratio cours/valeur comptable global du secteur au-dessus de 1,0x pour la première fois depuis 2017.**

#### IV. Les banques de qualité présentant des marges de taux d'intérêts résilientes, une forte génération de capital et une communication précise tireront leur épingle du jeu.

Dans un environnement macroéconomique incertain, nous pensons que la qualité sera payante. Nous privilégions les modèles qui offrent une combinaison de :

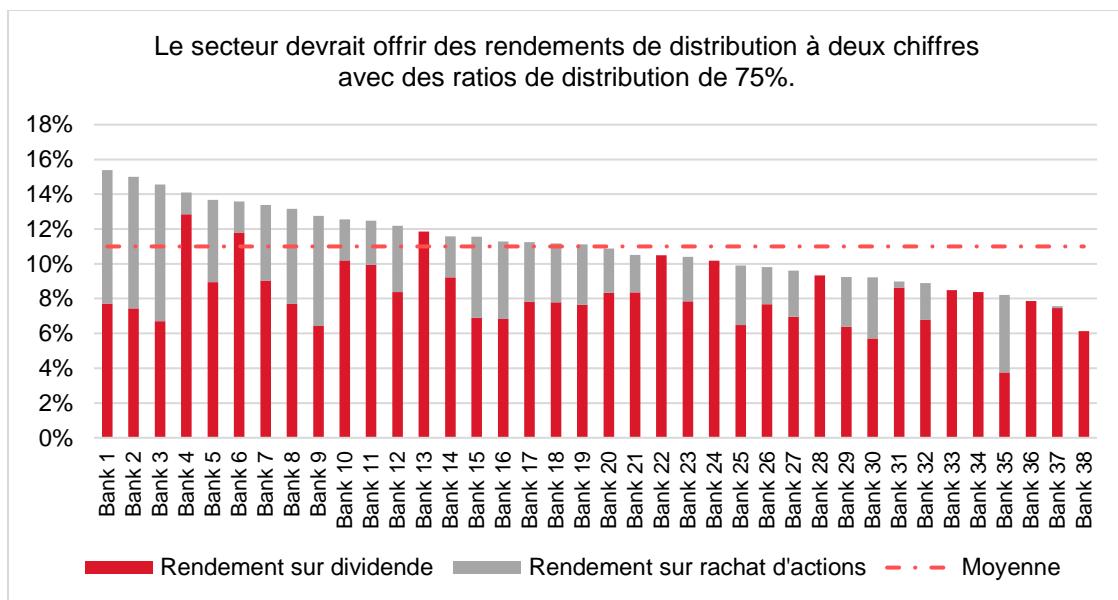
- 1- Résistance des bénéfices dans un environnement de taux de 1 % à 2 % : nous préférons les banques qui ne sont pas trop pénalisées par la baisse des marges sur les dépôts et qui bénéficieraient d'une pentification de la courbe des taux ainsi que d'un rebond de la demande de prêts.
- 2- Des distributions élevées et durables aux actionnaires : nous n'attendons pas de révolution de la part de la nouvelle Présidente du Mécanisme de Supervision Unique (SSM). En revanche, nous nous attendons à ce que l'accélération et la rationalisation des processus d'approbation du Processus de Contrôle et d'Évaluation Prudentiels (SREP) des plans de rachats d'actions soient perçues comme un signal positif. De plus, dans sa revue de la stabilité financière de novembre 2023, la BCE a pour la

---

Données au 31/12/2023

*Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.*

première fois reconnu que les incertitudes réglementaires en termes de distribution détournaient les investisseurs de ce secteur, ce qui est de nature à alimenter le risque systémique via des valorisations faibles. Nous voyons une certaine pression sur les banques dont les données financières, la gouvernance ou l'efficacité opérationnelle sont faibles. Les banques capables d'atteindre des ratios de distribution durables plus élevés devraient bénéficier de la faveur des investisseurs. En termes de catalyseurs à court terme, nous attendons des mises à jour sur la politique de distribution d'ABN, AIB, Bank of Ireland, Deutsche, Sabadell et UBS avec les résultats du 4<sup>ème</sup> trimestre.



Source : Bloomberg data, Axiom analysis

- 3- Meilleure visibilité : les banques qui parviendront à satisfaire les attentes grâce à une communication claire se verront attribuer une prime dans la mesure où la volatilité des taux d'intérêt restera élevée. Il convient d'éviter les expositions à l'immobilier commercial et aux entreprises à haut risque.
- 4- Capacité à générer de la croissance dans une économie faible : nous nous attendons à ce que les zones géographiques présentant des perspectives de croissance plus fortes, telles que les pays d'Europe centrale ou de l'Est, bénéficient d'une prime plus élevée, étant donné que la croissance globale en Europe de l'Ouest sera faible. Les paiements pourraient constituer un domaine de croissance pour les banques regagnant des parts de marché. L'assurance devrait bien se porter et nous pourrions

Données au 31/12/2023

Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.

---

assister à un retour des flux vers les produits garantis en cas de baisse des taux. Nous restons sceptiques quant à un rebond généralisé des marchés de capitaux, des fusions et acquisitions, du courtage ou des produits alternatifs.

Si on regarde banque par banque, et selon nos analyses, KBC se négocie dans le bas de sa fourchette historique de ratio cours/bénéfice sur la base d'hypothèses prudentes alors qu'elle est exposée à la croissance dans la région d'Europe centrale et serait soutenue par ses couvertures bilancielles. BNP offre une diversification des revenus, ce qui la rendrait résiliente dans un environnement de baisse des taux et elle dispose d'une capacité d'investissement à la suite de la vente de Bank of the West. Les banques sensibles aux taux devraient continuer d'offrir de la valeur et des niveaux de distribution élevés.

**Le positionnement tactique pour bénéficier des tendances à court terme peut contribuer à générer de l'alpha. La récente sous-performance de certains noms en périphérie semble exagérée et nous nous sommes repositionnés sur ce segment avant les résultats du quatrième trimestre. Nous nous attendons à une forte dispersion et à une dynamique de retour à la moyenne tout au long de l'année, le marché oscillant entre différents scénarios d'atterrissement.**

---

Données au 31/12/2023

*Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.*



## Antonio Roman

CFA, Actuaire

### Gérant de portefeuille

Antonio a rejoint Axiom Alternative Investments en 2018. Il 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.

Antonio est actionnaire d'Axiom Alternative Investments.

## Avertissement

Document publicitaire réservé aux professionnels. Il ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription,

---

Données au 31/12/2023

*Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.*

ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans cet article peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Document rédigé et publié par Axiom Alternative Investments, société de gestion – 39 Avenue Pierre 1<sup>er</sup> de Serbie, 75008 Paris - Tél. : +33 (0) 1 44 69 43 90 Société à responsabilité limitée au capital de 1 052 200 euros - N° d'agrément AMF : GP-06000039.

---

Données au 31/12/2023

*Cette note a été rédigée par Axiom Alternative Investments. Ce document est fourni à titre d'information uniquement - Il ne constitue pas une recommandation d'investissement.*