

## **Banques européennes 2023-2024 : Garder le cap contre les vents contraires grâce aux fondamentaux et rendements inégalés**

Dans un contexte d'inflation persistante (ou « collante », comme disent les Anglo-Saxons), de craintes de récession et, plus récemment, de tensions géopolitiques, les investisseurs se sont détournés des actifs risqués au profit du marché monétaire et d'autres « actifs anti-récession ». En octobre, près de 5,5 milliards de livres sterling sont sortis des fonds au Royaume-Uni, ce qui illustre parfaitement l'état d'esprit actuel des investisseurs.

Il est vrai que les rendements de 3% à 5 % quasi sans risque offerts par les obligations d'État peuvent sembler intéressants pour les investisseurs dans ce contexte. Cependant, parmi tous les secteurs qui ont publié leurs résultats pour le troisième trimestre 2023, les banques européennes offrent une alternative solide grâce à la combinaison de fondamentaux exceptionnels et de rendements actuellement inégalés sur l'ensemble de la structure du capital.

En ce qui concerne l'avenir, les banques centrales des États-Unis, de l'Union européenne et du Royaume-Uni semblent avoir atteint un point d'inflexion dans ce cycle de hausse des taux. Les investisseurs s'attendent à des baisses de taux ou au moins à un statu quo. Les rendements actuellement élevés attractifs des actifs non risqués pourraient ainsi diminuer considérablement dans un futur proche. Dans ce contexte, la rotation des actifs pourrait susciter de l'intérêt. Nous pensons que, baisse des taux ou non, la combinaison des fondamentaux et des valorisations des banques européennes offre une allocation rendement/risque unique pour les portefeuilles d'actions et de crédit en 2024.

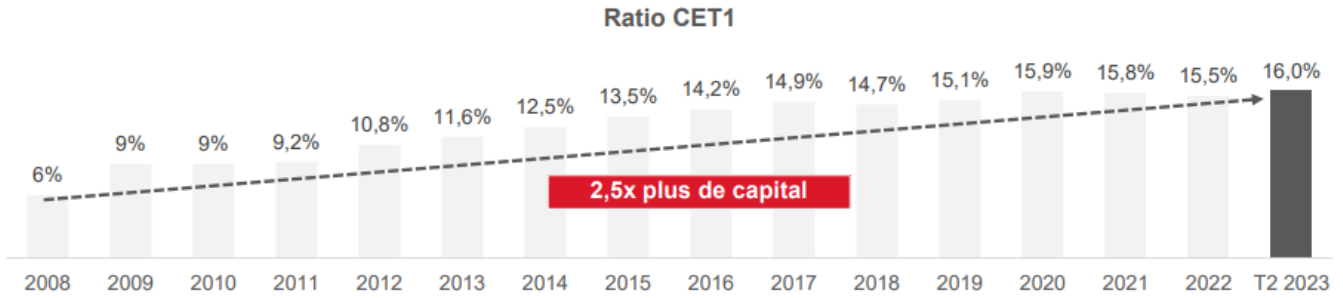
### **Banques européennes : l'un des seuls secteurs à bénéficier de révision à la hausse à la fois sur le crédit et les actions à la suite des publications du T3 2023.**

Les banques européennes affichent les métriques les plus solides depuis la crise financière mondiale de 2008. La réglementation a profondément réduit la procyclicité de leur modèle d'entreprise, laissant les parts de marché à risque aux prêteurs privés. Le nouveau cycle de taux a permis de rétablir des rendements à deux chiffres sur les fonds propres. Les bilans sont toujours gérés avec des provisions de précaution héritées de la période Covid-19.

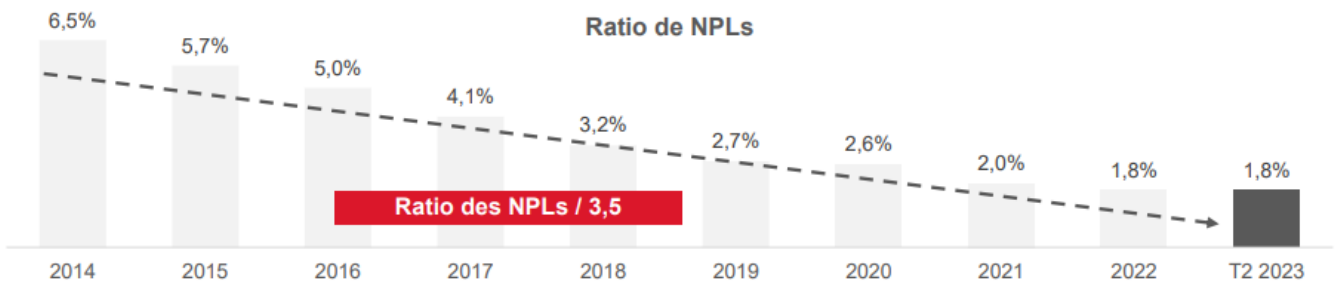
### **Capital et prêts non performants (NPL)**

Les fondamentaux des banques ont radicalement changé au cours de la dernière décennie. Les niveaux de capitaux ont augmenté et les prêts non performants ont diminué pour atteindre leur niveau le plus bas depuis la crise financière mondiale de 2008, comme le montre le tableau ci-dessous.

Les banques ont levé des niveaux de capitaux sans précédent depuis la crise de 2008



Amélioration significative des ratios de prêts non performants (NPLs)



Source : Axiom Alternative Investments, tableau de bord des risques de l'ABE, T2 2023.

### Les changements réglementaires ont réduit la procyclicité des banques européennes.

Les modèles économiques ont été transformés et les banques européennes sont beaucoup moins procycliques qu'elles ne l'étaient, laissant des parts de marché aux acteurs privés du crédit.

Parmi les nombreux changements réglementaires introduits depuis 2008, trois sont pertinents en ce qui concerne le caractère cyclique du secteur :

- Premièrement, l'intensité des fonds propres a augmenté pour les expositions à risque, des prêts vanille aux activités de banque d'investissement.
- Deuxièmement, un ratio d'endettement a été introduit pour limiter l'expansion du bilan.
- Troisièmement, un ratio de financement stable net a été créé pour limiter la transformation des maturités.

Tous ces changements ont réduit la capacité des banques à prendre des risques, laissant des parts de marché au secteur du crédit privé. Les fonds de crédit privés se sont développés massivement ces dernières années, remplaçant les banques européennes dans la partie la plus risquée de l'activité de prêt.

Comme l'indique le rapport Fitch, les défaillances sur les marchés du crédit privé ont atteint 1,7 % en juillet, contre un coût du risque global de 0,36 % pour les banques européennes. Il est intéressant de noter que les stress tests de 2023 ont attesté de ces changements par rapport aux stress tests précédents.

Le résultat pour l'année 2023 : un impact CET1 plus faible de -4,6 % contre -5 % (stress test de 2021), tout en simulant un scénario plus sévère que celui de 2021. Nous pensons qu'à l'heure actuelle, les investisseurs sous-estiment les conséquences à long terme de ces changements.

### **Les taux, enfin de retour en territoire positif : nécessaire pour les banques afin de maintenir un rendement des capitaux propres (ROE) à deux chiffres**

Les bénéfices des banques européennes ont été spectaculaires pendant 11 trimestres consécutifs et les investisseurs craignent que cela ne continue pas. Si, effectivement, un rendement moyen sur fonds propres de 12 %, avec certaines banques dépassant les 15 %, constitue une performance exceptionnelle, celle-ci découle d'un bêta sur les dépôts actuellement très faible (proportion des taux de la BCE payés aux déposants finaux) et les investisseurs craignent que cette situation ne s'estompe.

Mais les banques n'ont pas besoin que les taux soient aussi élevés qu'ils le sont aujourd'hui. Elles ont simplement besoin que les taux soient positifs et, idéalement, que la courbe se pentifie. Les précédentes huit années de taux négatifs ont contraint les banques à une gestion rigoureuse des coûts et des risques. Cela leur donne aujourd'hui une marge de manœuvre importante, résultant en une meilleure trajectoire pour leurs bénéfices. Même avec des bêtas plus élevés sur les dépôts, si les taux restent positifs, le rendement sur fonds propres des banques européennes devrait se maintenir autour de 10 %. Les changements à venir dans le cycle des taux pourraient davantage soutenir les banques. Les banques opèrent, pour l'instant, avec une courbe de taux plate, ce qui n'est pas idéal. Les baisses de taux pourraient accentuer la pentification de la courbe des taux, permettant aux banques de générer des revenus liés à la transformation des maturités.

La rentabilité ne devrait pas disparaître à moins que les taux ne repassent en dessous de 0.

### **Les peurs de la récession : tirons quelques enseignements positifs du Covid-19**

Pendant la crise Covid-19, les régulateurs ont demandé aux banques de constituer des provisions de précaution, en moyenne à hauteur de 0,3 % (exprimé en pourcentage du portefeuille de prêts des banques européennes). Cela protégerait dans l'ensemble les banques européennes de l'augmentation des défauts de paiement dans le cadre d'une récession normale, puisqu'ils atteignent en moyenne 0,4 % historiquement. Cela devrait contribuer à protéger la rentabilité des banques européennes de manière significative. Nous estimons que la provision de précaution devrait protéger le secteur d'une augmentation de 2 % du taux d'emploi.

Avec de tels fondamentaux, les banques européennes semblent attrayantes, tant sur le plan des actions que du crédit.

### **Actions : le rendement à deux chiffres en cash pourrait à nouveau être un facteur clé de la performance pour les prochaines années**

Les banques européennes offriront un rendement en cash de 11 % en 2024, et certaines jusqu'à 15 %. Dans un marché baissier mondial, le rendement en cash pourrait être l'une des seules choses sur lesquelles vous pourrez compter en 2024. Au-delà du soutien apporté par les rendements, le contexte de valorisation est également favorable au secteur bancaire européen.

Au cours des 15 dernières années, les banques européennes n'ont atteint des valorisations inférieures que dans 1 % des cas. Le sentiment du marché joue souvent un rôle clé lorsqu'il s'agit des banques européennes. Cependant, dans une année comme 2023, combinant un certain sentiment de crise bancaire avec des craintes de récession, la performance depuis le début de l'année s'élève à +21 %.

Par conséquent, des bénéfices et des rendements élevés peuvent défier le sentiment du marché.

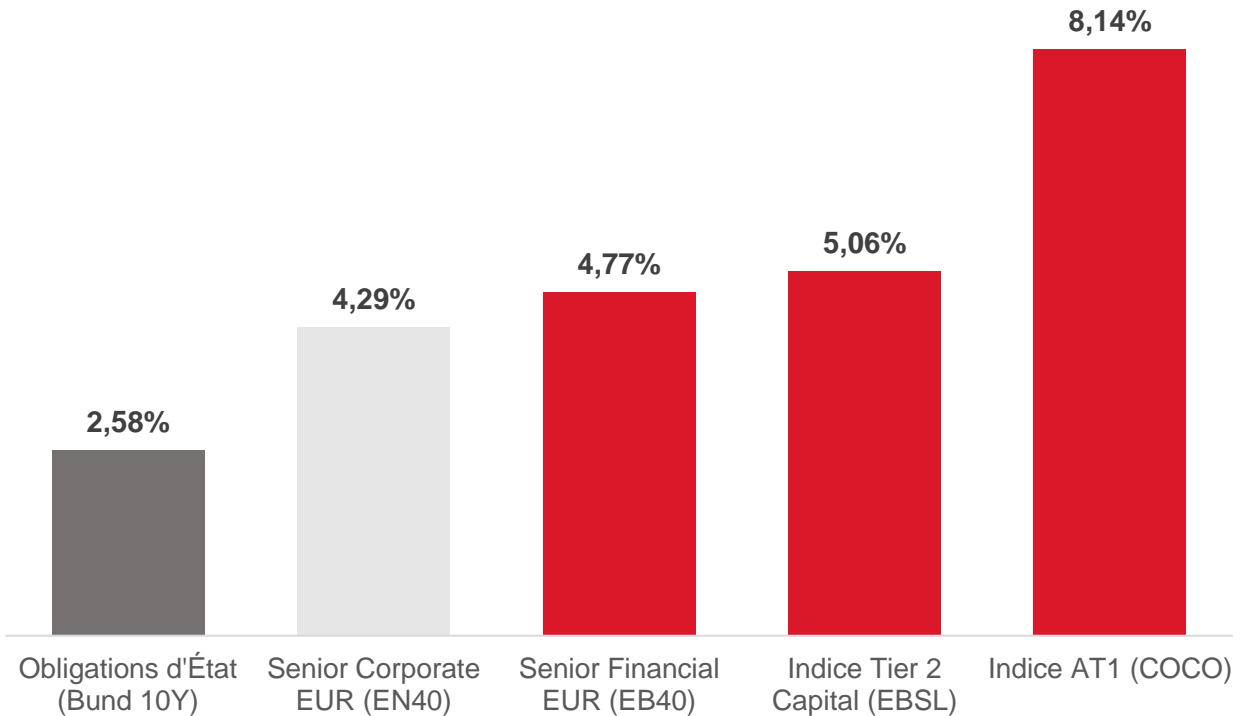
### **Crédit : un peu de lumière au bout du tunnel**

Le crédit financier a souffert en 2023 d'un environnement très peu exigeant. Avec la hausse des taux dans les principales devises, les obligations souveraines et les fonds du marché monétaire ont recommencé à être attractifs pour les investisseurs obligataires, rééquilibrant ainsi les flux des marchés crédit.

Les flux sur le crédit High Yield ont donc été mal orientés en début d'année. Ensuite, l'événement Credit Suisse ("CS") a accéléré les sorties sur la partie la plus risquée de la structure du capital. Parallèlement, le contexte technique n'a pas été favorable, les courbes s'inversant après l'évènement CS jusqu'en juillet, puis à nouveau après les événements du 7 octobre.

La combinaison de flux sortants sur le segment HY et de conditions techniques défavorables (courbe des taux inversée) s'est traduite par une pression sur les prix et des rendements plus élevés dans l'ensemble de la structure du capital. À l'heure où nous rédigeons cette note, voici comment se place l'environnement de crédit financier par rapport aux dettes d'entreprise non financières et aux obligations d'État.

## Rendements au 17/11/2023



Source : Axiom Alternative Investments, Bloomberg, Ice Index Platform : Axiom Alternative Investments, Bloomberg, Ice Index Platform.

Un retournement des données macroéconomiques, avec davantage de signes de ralentissement de l'inflation, pourrait encourager les flux sur le marché obligataire. Les banques européennes devraient en bénéficier massivement, grâce à des fondamentaux convaincants.

Mais si les conditions techniques restent défavorables au crédit financier, des rendements plus élevés, combinés à des fondamentaux solides, devraient offrir aux investisseurs une marge de manœuvre raisonnable en matière de performance pour 2024.

Dans l'ensemble, qu'il s'agisse d'un portefeuille d'actions ou de crédit, nous pensons que les banques européennes offrent un profil risque/rendement particulièrement attractif pour 2024.

## Le Groupe Axiom

Créée en 2009, Axiom Alternative Investments est une société de gestion indépendante, spécialisée dans les valeurs financières européennes, basée à Paris, Genève et à Londres (via sa filiale AXM Alternative Investments). La société gère aujourd'hui 2,3 milliards d'euros (au 31/12/2022) à travers une gamme de fonds UCITS, FIA et de mandats dédiés couvrant tous les instruments émis par les institutions financières européennes (de la dette financière aux actions bancaires). Ces fonds UCITS sont commercialisés en Europe auprès d'une clientèle institutionnelle, de Family Offices, de banques privées et de conseillers en gestion de patrimoine.

Avec sept professionnels de l'investissement couvrant le secteur financier, le groupe Axiom dispose de l'une des plus grandes équipes de recherche et de gestion de portefeuille dédiées à ce secteur en Europe.

Ce dispositif est complété par une équipe ESG, qui a développé un outil propriétaire innovant (Axiom Climate Readiness Score), pour analyser la température des prêts octroyés par les banques, afin d'atténuer les risques liés au climat et maximiser les opportunités.

Depuis 2018, la société a développé son expertise d'investissements alternatifs en commercialisant 2 stratégies visant à offrir une diversification supplémentaire à ses clients.

En savoir plus sur Axiom AI sur [www.axiom-ai.com](http://www.axiom-ai.com)

## Avertissement

Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement. Il n'a pas de valeur contractuelle. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les informations qu'il contient peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La reproduction, totale ou partielle est interdite sans l'autorisation préalable d'Axiom Alternative Investments.

Axiom Alternative Investments SARL au capital de 1052200 39 Avenue Pierre Ier de Serbie 75008 Paris RCS Paris 492625470 N°agrément AMF 6925457