

## **AXIOM EUROPEAN BANKS EQUITY ACTIONS BANCAIRES : UNE OPPORTUNITE HISTORIQUE ?**

### **Flash info & Questions-Réponses**

- Les taux réels et les primes de risque sont en hausse, traduisant le resserrement monétaire et l'inquiétude du marché sur les résultats à venir et les perspectives économiques.
- Les actions à durée longue et aux résultats les plus sensibles au cycle ont mécaniquement été pénalisées (méthode des "Discounted Cash Flows").
- L'indice CDS High Yield Européen a atteint les c.600 (vs. Plus haut observé en temps de crise majeure  $\approx 1000$ ), signe que le marché s'attend à une augmentation importante du nombre de défauts.
- L'effet de la hausse des taux réels sur les multiples des actions bancaires a été très contenu du fait de la durée faible du secteur. En revanche, les valorisations ont souffert de la forte augmentation des primes de risque, le secteur étant exposé aux cycles de crédit.
- Les anticipations de hausses de taux ont conduit les analystes à réviser à la hausse leurs attentes pour le secteur : ainsi, après de longues années de stagnation, les analystes voient une croissance des revenus d'intérêt à deux chiffres pour 2023 et 2024.
- Malgré la guerre, les attentes des analystes sont à leur plus haut depuis le début de l'année, ce qui s'explique notamment par :
  - La croissance observée des volumes de prêts,
  - La sensibilité des banques aux taux d'intérêts,
  - Le taux de pertes de crédit constaté très faible,
  - La vitalité des salles de marché.
- La croissance des volumes de prêts (+5,8% en mai sur base annuelle, + 5,4% en avril et + 5% en mars) est largement supérieure à la croissance des salaires, générant des effets ciseaux positifs.
- On observe une augmentation des marges liée à la hausse des taux. Dans les devises ayant déjà entamé leur cycle de hausse de taux, les rémunérations des dépôts bancaires ont peu bougé, les banques passant peu ou pas la hausse de leurs marges à leurs clients.
- Nous sommes sceptiques sur le niveau des primes de risque :
  - Si les indicateurs d'activité affichent une tendance baissière et ont été globalement décevants, rien ne dit qu'ils entreront durablement sur des niveaux de contraction,
  - La variable la plus corrélée au nombre de défauts est la variation du taux d'emploi, qui est pour le moment dirigée dans le bon sens,
  - La typologie de récession la plus négative pour les banques est la déflation - les taux baissent, l'offre et la demande de crédit diminuent, la dette est épongée par des restructurations en masse - dans le cas présent,
  - La croissance nominale des revenus permet d'éponger les dettes et les banques sont là pour soutenir les acteurs économiques contraints de recycler leur financement. Il n'est pas certain du tout que les défauts augmentent significativement.
- S'il est vrai que la seule façon pour la BCE d'avoir un effet sur l'inflation à court-terme est de réduire la demande, les politiques fiscales des gouvernements, qui consistent largement à compenser les acteurs privés pour le renchérissement de la vie et de l'énergie en particulier, ont pour le moment l'effet inverse (*exemple : le plan "Pouvoir d'achat" du gouvernement Macron*).

## I. Le contexte

### - ROE et P/B pour le SX7E



Source: Bloomberg

Les marchés ont pris à revers les fondamentaux des banques européennes : malgré des volumes et des marges en expansion, ainsi qu'un marché de l'emploi dynamique et des pertes de crédit aux plus bas, les valorisations sont retombées sur des niveaux sinistrés. Alors que les anticipations de ROE s'approchent des 10% pour le secteur, les ratios P/B (capitalisation boursière / fonds propres comptables) s'établissent à 0.42x pour le SX7E, au lieu des 0.9x observés historiquement à ces niveaux de rentabilité. Cela se traduit par des ratios P/E (cours / bénéfices) au plus bas depuis Mars 2020 (de manière équivalente, au plus bas depuis que l'on dispose des données, i.e. 1960).

### - ROE et P/B pour Unicredit

Si l'on regarde les noms qui composent l'indice, certains traitent à des niveaux sérieusement déprimés. Par exemple, le P/B d'Unicredit se situe dans la zone des plus bas de 2020, alors que son ROE attendu est deux fois supérieur. Cela se traduit par un niveau de P/E de 3.6x.

L'action est moins chère qu'en 2018, où les spreads Bunds-BTP avaient dépassé les 300 bps (contre 190 bps aujourd'hui). Société Générale, Deutsche Bank, Commerzbank, traitent à des niveaux similaires, ayant chuté de près de 50% depuis leur plus haut de février.

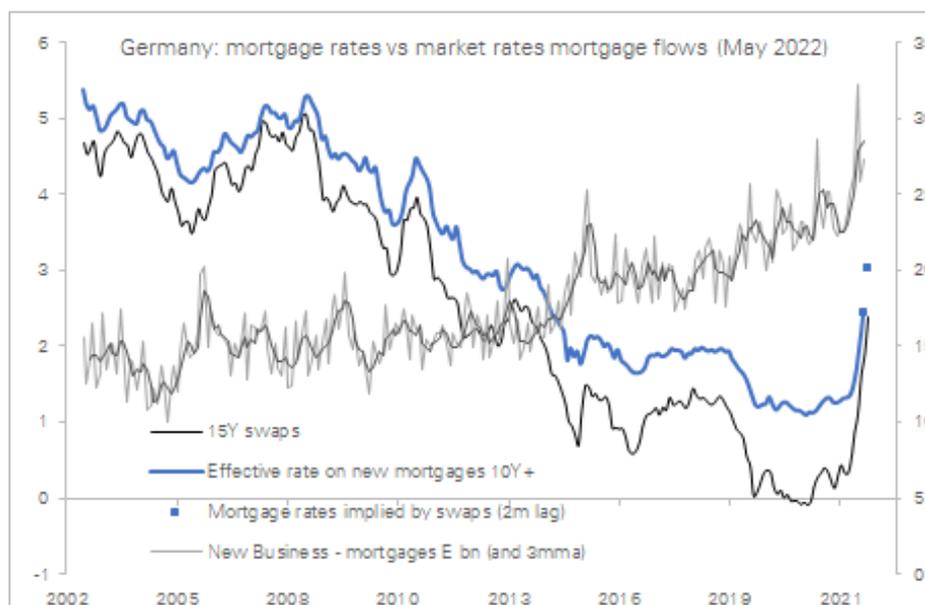


Source: Bloomberg

- **Volumes et marges**

Les volumes et les marges bancaires connaissent actuellement une dynamique très favorable : en zone Euro, la croissance annualisée des prêts bancaires s'approche des 6%, un record dans l'histoire récente, tandis que les marges s'améliorent avec la remontée des taux.

On peut illustrer cette dynamique avec le graphe suivant, qui montre l'évolution des prêts immobiliers en Allemagne :



Source: Deutsche Bank

## II. Questions-réponses

### **Q1 : Les multiples bas ne sont-ils pas liés au contexte inflationniste ?**

La théorie financière nous invite à considérer une action comme un flux de cash flows futurs approximativement indexés à l'inflation, escomptés avec un niveau de rendement attendu égal à la somme des taux réels et d'une prime de risque. Les actions dont les P/E sont élevés et les cash flows sont plutôt éloignés dans le futur sont dites à "duration longue" par analogie avec le monde obligataire. Ainsi, hors évolution des fondamentaux, on pourrait estimer la performance d'une action par la formule suivante : - duration \* (augmentation taux réels + beta \* augmentation de la prime de risque de marché).

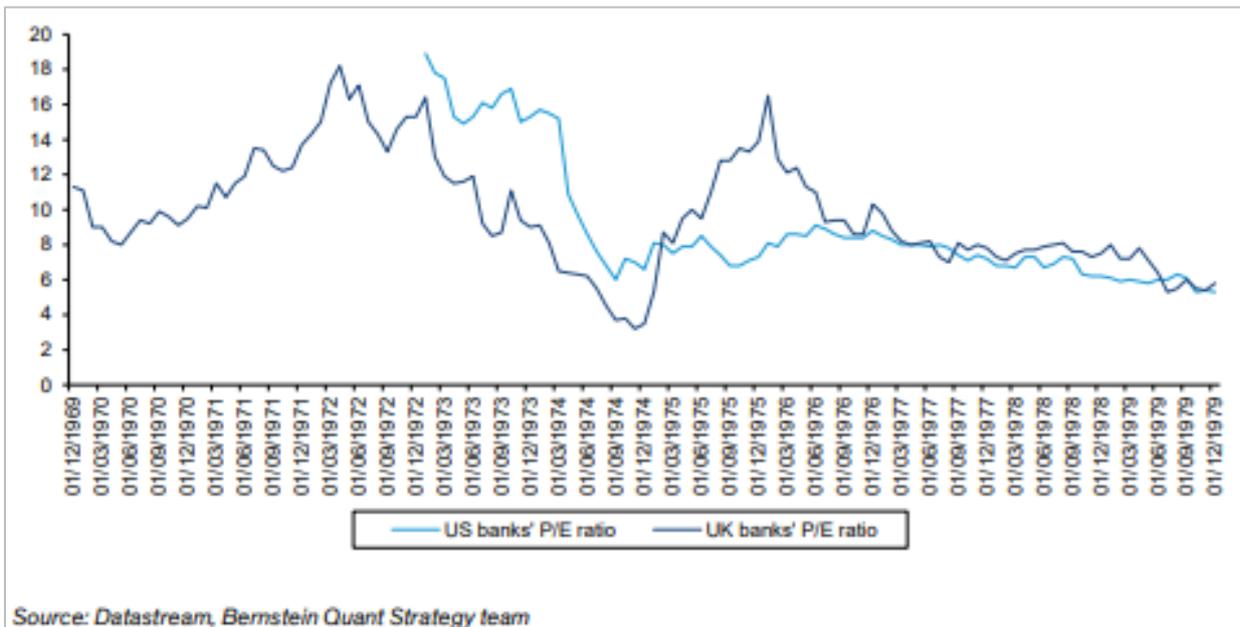
Les actions bancaires ayant une duration courte (autour de 10 ans hors effets sur les fondamentaux contre 30 ans pour les valeurs de croissance, et négative si l'on prend en compte la sensibilité des résultats aux hausses de taux nominaux), l'augmentation des taux réels (d'environ 1.2% en Europe) a eu peu d'effets sur les multiples. Par ailleurs, les taux réels restent historiquement très bas. En revanche, les primes de risque ont fortement augmenté et les valeurs bancaires en ont souffert en tant que secteur cyclique (autrement dit à beta important).

On peut constater le niveau anormalement élevé de cette prime de risque notamment sur les marchés des futures sur dividendes : on peut acheter les dividendes du secteur prévus pour 2024 à 3.5 alors que les analystes s'attendent à un niveau de distribution de 7.2: plus de 50% de discount ! Hors interdiction des dividendes en 2020, entre 2012 et 2019, les banques ont toujours payé des niveaux supérieurs à 4.6, même au cœur de la crise de la zone Euro.

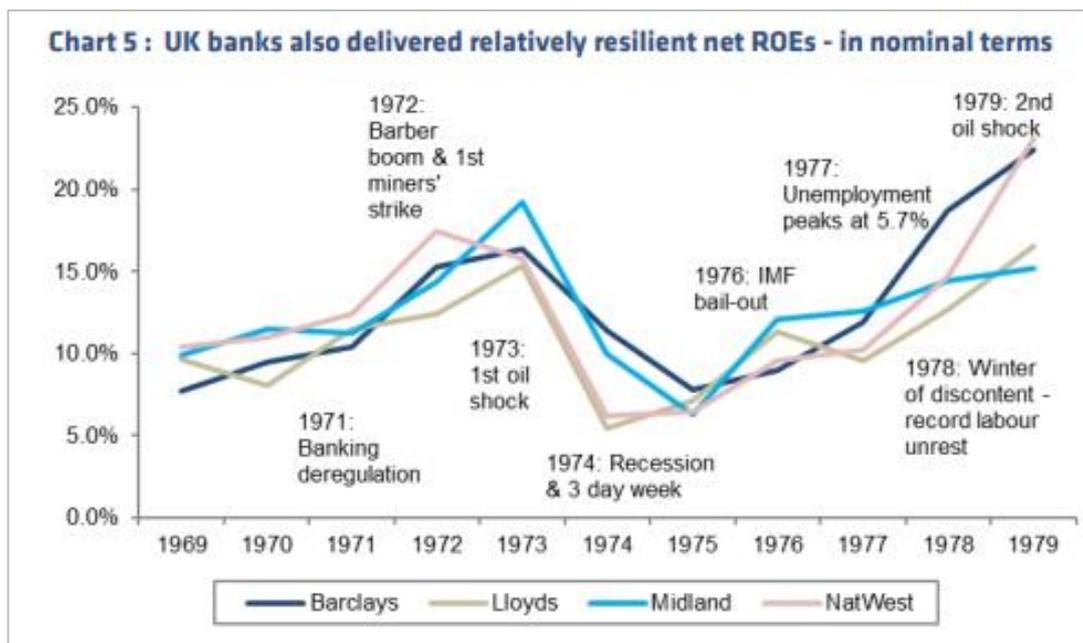


Source: Bloomberg

Par ailleurs, on constate empiriquement que les P/E des banques sont restés pendant les années 70 globalement bien au-dessus des niveaux actuels, malgré des taux réels bien plus élevés et des niveaux de rentabilité nominale importants.



Source: Datastream, Bernstein Quant Strategy team



Source: Autonomous

## Q2 : Les anticipations des analystes ne sont-elles pas trop optimistes au vu des risques sur la croissance ?

A très court terme, les anticipations des analystes sont pessimistes : les banques vont probablement en moyenne afficher au Q2 des revenus d'intérêt supérieurs aux attentes et des pertes de crédit inférieures aux attentes. En effet, par rapport à leur moyenne historique, les défauts s'établissent aujourd'hui sous les 0.5x, alors que les analystes bancaires voient des ratios plutôt autour de 1.3x en 2022 et 2023. Pour rappel, un choc comme la crise financière de 2008 ou la crise souveraine de 2011-2012 correspond à un niveau de 3x la moyenne historique. Certains segments vont souffrir - par exemple la gestion d'actifs et les marchés primaires - mais ils devraient être plus que compensés, en moyenne, par le dynamisme des marchés secondaires (taux, actions, FX, matières premières notamment) et les revenus sur les transactions (paiements, commissions de prêts, etc.).

A plus long terme, les résultats vont évoluer selon le contexte macroéconomique. Or, celui-ci est difficile à lire :

- D'un côté, les marchés de l'emploi sont extrêmement dynamiques des deux côtés de l'Atlantique : création d'emplois au plus haut et taux de chômage au plus bas en Europe, licenciements aux plus bas et départs volontaires aux plus hauts aux Etats-Unis,
- De l'autre, de nombreux stratégestes semblent inquiets sur la trajectoire du PIB, citant notamment des indicateurs "avancés" liés au secteur manufacturier (inventaires contre commandes, etc.), une consommation finale stagnante aux Etats-Unis et une baisse des prix de certaines matières premières (les métaux notamment).

La situation nous semble beaucoup plus nuancée que le sentiment pourrait laisser croire :

- Il est important de noter que le taux de chômage est la variable la plus corrélée aux taux de défauts : autrement dit, tant que le chômage restera faible, les défauts resteront faibles. Pour le moment, les marchés de l'emploi sont très bien orientés,
- Les indicateurs "avancés" pourraient moins bien fonctionner que de coutume: en effet, ceux-ci sont souvent liés aux mondes manufacturier et de la construction, qui ont connu une période de sur-demande et de constitution d'inventaires en 2021 - ces indicateurs pourraient simplement signaler un retour progressif à un équilibre normal entre industrie et services (les

- prix des métaux par exemple restent élevés versus leur niveau pré-Covid malgré la correction récente)
- Les chiffres économiques ont connu une volatilité inédite ces derniers trimestres. Il faut prendre garde à ne pas extraire trop tôt des tendances sur ce qui pourrait être simplement du bruit.

### **Q3 : Au-delà des perspectives économiques à court-terme, les banques centrales ne vont-elles pas simplement forcer une récession pour contenir l'inflation ?**

L'argument est simple et rapide : la seule façon de ramener l'inflation à 2% serait de réduire l'activité économique : soit la demande se réduit d'elle-même (scénario 1), soit les banques centrales induisent cette réduction (scénario 2). Ces dernières semaines, les marchés ont oscillé entre ces deux scénarios, avec tout récemment une pondération plus importante pour le scénario 1. Cet argument éclipse deux réalités :

- La détermination des banques centrales n'est pas une certitude. Historiquement, pour ralentir l'activité, il a fallu ramener les taux directeurs au-dessus de l'inflation : on en est très loin. En Europe comme aux Etats-Unis, l'inflation "core" s'établit à un rythme annualisé autour de 4% sur les dernières données mensuelles. Il semble jusqu'à présent que les banques centrales essaient de rattraper leur retard, plutôt que de prendre les devants.
- Nous ne sommes pas à l'abri de bonnes nouvelles du côté de l'offre : nous sommes focalisés à présent sur les difficultés du secteur énergétique européen, mais d'autres éléments vont dans le bon sens : fret maritime, micro-processeurs, matières premières alimentaires et métaux, délais de livraison.

Nous croyons plutôt à un scénario 3 : l'inflation et la demande restent élevées, les banques centrales ne semblent pas avoir la volonté de créer un choc de demande négatif en passant les taux au-dessus de l'inflation. Notons que le scénario 4 (inflation en baisse et demande résiliente), s'il semble peu convaincant, est sans doute plus probable que l'on peut penser par le simple fait du hasard.

### **Q4 : Que se passerait-il pour les défauts en cas de coupure totale du gaz russe ?**

La question se résume en réalité à celle du partage des pertes entre gouvernements, entreprises industrielles et consommateurs. Nous nous attendons à ce que les gouvernements déploient des mesures similaires à celles qui ont été prises lors de la crise Covid : les salariés inactifs seront pris en charge sur les deniers publics via des subventions, les revenus perdus seront en partie compensés par des chèques, en partie financés par des prêts publics (du KfW en Allemagne par exemple).

Il faudra voir si la solidarité européenne tiendra : autant il sera facile pour l'Allemagne de déployer un bouclier fiscal, autant cela sera plus difficile pour l'Italie. Nous aurions plutôt tendance à penser que oui, dans la mesure où la situation sera présentée comme une crise d'origine externe. La BCE jouera également un rôle clé le cas échéant dans le contrôle des spreads.

### III. Le positionnement du fonds Axiom European Banks Equity

- Le fonds reste bull, entièrement investi sur le secteur, et conserve ses calls sur indice décembre 2022 et Mars 2023.
- Nous surpondérons les banques sensibles aux taux, bénéficiant de coussins de capitaux importants et de dynamiques de volumes favorables ; nous sous-pondérons la gestion d'actif, qui souffre d'effets ciseaux négatifs.
- Nous avons renforcé notre exposition Deutsche Bank, profitant de la récente baisse de 15% du cours.
- Notre top positions (+5% d'exposition) est au 30/06 :
  - INTESA,
  - SOCIÉTÉ GÉNÉRALE,
  - DEUTSCHE BANK,
  - HSBC,
  - BNP PARIBAS.
- Nous surpondérons les banques des pays suivants : Autriche, Allemagne, Italie, Irlande et pays nordiques.
- Nous sous-pondérons les banques espagnoles et néerlandaises, et légèrement la France et la Belgique.
- Nous surpondérons les thèmes suivants :
  - Sensibilité des revenus aux hausses de taux,
  - Excès de capital,
  - Croissance des encours de prêts,
  - Dans la banque d'investissement : segments taux, change, actions, matières premières.
- Nous sous-pondérons les thèmes suivants :
  - Exposition aux services financiers diversifiés (asset management),
  - Dans la banque d'investissement : marchés primaires (IPOs, DCM), trading crédit.

#### **Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.**

Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Pour une information complète nous vous remercions de prendre connaissance du prospectus, des DIC1 et des autres informations réglementaires accessibles sur notre site [www.axiom-ai.com](http://www.axiom-ai.com).

Le fonds est exposé aux risques principaux suivants :

Risque de perte de capital : les compartiments n'offrent aucune protection ni garantie. Par conséquent, les investisseurs pourraient ne pas être en mesure de récupérer intégralement leur investissement initial.

Risque de contrepartie : Il s'agit du risque de défaillance d'une contrepartie la conduisant à un défaut de paiement pouvant entraîner une baisse de la valeur liquidative.

Utilisation des instruments financiers dérivés : Elle pourra tout aussi bien augmenter que diminuer la volatilité de l'OPCVM. En cas d'évolution défavorable des marchés, la valeur liquidative pourra baisser.

## Notre solution d'investissement : Axiom European Banks Equity

Axiom European Banks Equity, notre solution d'investissement thématique en actions financières (principalement banques et assurances), vise à sélectionner les acteurs européens dont la dynamique de croissance se reflète dans leurs valorisations. Son exposition géographique le rend donc éligible au PEA.

Notre processus d'investissement cible une trentaine de valeurs capables de surprendre le marché. C'est une approche de conviction, basée sur l'anticipation des résultats trimestriels. Pour chaque établissement, le gérant analyse la probabilité de battre le consensus avant intégration en portefeuille.

Grâce à cette stratégie, le fonds totalise 131M€ d'actifs sous gestion<sup>1</sup> et a délivré +56,84% en 2021 contre +38,54% pour son indice de référence<sup>2</sup>, qu'il surperforme annuellement de +13,5%<sup>2</sup> sur les 3 dernières années.

(1) Euro Stoxx Banks Net Return.

(2) Performances annualisées.

*Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Ce fonds présente un risque de perte en capital. Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Pour une information complète nous vous remercions de prendre connaissance du prospectus, des DICI et des autres informations réglementaires accessibles sur notre site [www.axiom-ai.com](http://www.axiom-ai.com)*



### **Antonio Roman**

**CFA, Actuaire**

***Gérant de portefeuille du fonds Axiom European Banks Equity fund***

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 Actuares Français.