

Banques européennes : garder son calme au milieu de la tempête

Chaque fois qu'une banque est en difficulté, les investisseurs ont tendance à devenir nerveux. En 2023, en quelques mois, trois banques régionales américaines ont été mises en résolution et une grande banque systémique européenne a été contrainte de fusionner.

Les banques régionales américaines pour lesquelles ces événements ont révélé des faiblesses réglementaires restent sous pression. Malheureusement, les banques européennes qui s'apprêtent à publier des résultats records pour le premier trimestre ont été sanctionnées négativement. Oublié l'enthousiasme de février, les banques européennes se retrouvent aujourd'hui avec des questions, pour ne pas dire des soupçons.

Revenons sur les thèmes clés de la thèse d'investissement sur le secteur bancaire européen qui ont émergé ou ont été remis en question récemment.

1. La fuite des dépôts est-elle une menace réelle pour le secteur bancaire européen ?

Cela a été le sujet principal du premier trimestre. Après la chute des établissements financiers mentionnés plus haut, les investisseurs se sont inquiétés de la fuite des dépôts et de savoir si les hypothèses de sorties sont correctement modélisées ou non. Les banques déchuées étaient singulières du point de vue de la structure de leurs dépôts, mais le scénario de leur chute mérite d'être analysé pour évaluer la situation des banques européennes.

Les dépôts bancaires sont généralement classés en quatre catégories principales :

- Dépôts stables des particuliers
- Dépôts moins stables des particuliers
- Comptes bancaires opérationnels des entreprises
- Autres comptes de dépôts des entreprises.

Pour chaque type de dépôt, le ratio de couverture des liquidités suppose une sortie maximale en cas de crise. Au cours des récents épisodes de stress, alors que les sorties de dépôts de détail moins stables ont massivement dépassé les hypothèses du LCR (*qui est de 12 % en 30 jours*), les sorties sont restées stables pour les autres catégories. Par conséquent, les régulateurs européens reconsidéreront probablement l'hypothèse des sorties de dépôts des particuliers les moins stables, mais les autres semblent rester valables. En supposant que les sorties de dépôts de particuliers les moins stables soient modélisées à 100 % en 30 jours, les banques européennes disposeraient encore d'un coussin suffisant.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Axiom Alternative Investments - 39 avenue Pierre 1^{er} de Serbie, 75008 Paris, France - contact@axiom-ai.com

David BENAMOU - Managing Partner / CIO - Mobile: + 44 77 75 55 22 29 - david.benamou@axiom-ai.com

Pierre MATHIS, CFA - Marketing Director - Mobile: +33 7 88 66 91 57 - pierre.mathis@axiom-ai.com

Au cours du trimestre, le FT a enflammé les débats avec son article "*Money pulled from eurozone banks at a record rate*" (*L'argent retiré des banques de la zone euro à un taux record*). Cependant, nous n'avons rien trouvé d'effrayant dans les données de février de la BCE. Sur les 54 milliards d'EUR de sorties de dépôts, 32 milliards d'EUR sont allés vers d'autres institutions financières. Les dépôts à vue des ménages ont diminué de 46 milliards d'EUR, mais les dépôts à terme ont augmenté de 35 milliards d'EUR. Dans l'ensemble, il s'agit d'une baisse mensuelle de 12 milliards d'EUR dans le contexte d'une base de dépôts de 14 300 milliards d'EUR.

Par conséquent, la fuite des dépôts, bien qu'elle soit une préoccupation justifiée dans le contexte actuel, n'est en aucun cas une faiblesse majeure pour les banques européennes.

2. Les revenus d'intérêts vont-ils s'essouffler ?

Les marges d'intérêts sur les dépôts devraient être l'une des principales composantes conjoncturelles des bénéfices des banques européennes en 2023 car elles bénéficient instantanément de chaque hausse de taux.

Bankinter, par exemple, estime que les marges sur les dépôts de ses clients sont comprises dans une fourchette de 2 à 2,5 % dans l'environnement de taux actuel. Ce qui est inférieur aux 3 % attendus au premier trimestre, étant donné que la réévaluation des marges sur ses dépôts n'a pas encore rattrapé son retard.



Cet effet devrait s'estomper le temps que les dépôts logés dans des comptes à vue non rémunérés migrent vers des comptes d'épargne, des comptes à terme, ainsi que d'autres produits obligataires, afin d'optimiser leurs rendements.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Axiom Alternative Investments - 39 avenue Pierre 1^{er} de Serbie, 75008 Paris, France - contact@axiom-ai.com

David BENAMOU - Managing Partner / CIO - Mobile: + 44 77 75 55 22 29 - david.benamou@axiom-ai.com

Pierre MATHIS, CFA - Marketing Director - Mobile: +33 7 88 66 91 57 - pierre.mathis@axiom-ai.com

En effet, la part des comptes à vue est actuellement élevée par rapport aux niveaux historiques, à environ 60 % dans la zone euro. En supposant que la composition des dépôts revienne à sa moyenne d'avant 2014 avec une proportion de comptes à vue à 35 % et que les taux restent supérieurs à 2%, les marges sur dépôts se situeraient entre 75 et 150 points de base. Historiquement, cette fourchette est restée stable avant la période de taux négatifs.

Bien que nous soyons qu'au tout début de la saison des résultats du premier trimestre des banques européennes, ces hypothèses s'alignent sur les prévisions de certaines banques pour la période 2024-2026. Dans l'ensemble, tant que les taux restent positifs, il n'y a aucune raison pour que les revenus d'intérêts ne se stabilisent pas aux niveaux d'avant 2014.

3. La récession augmentera-t-elle le coût du risque et nuira-t-elle à la rentabilité ?

La récession augmente le coût du risque ce qui fait baisser la rentabilité. Mais la question est de savoir dans quelle mesure et ce qui est déjà pris en compte dans les prix de marché.

L'histoire bancaire nous apprend qu'en cas de récession, le coût du risque augmente de 40 points de base environ, tandis qu'en cas de récession grave, il augmente de 80 points de base. En moyenne, chaque augmentation de 40 points de base se traduit par une diminution de 3 points du rendement des capitaux propres avant impôts des banques. Ainsi, selon l'ampleur de la récession, l'impact sur le rendement des fonds propres avant impôt des banques varierait de 3 à 6 points.

Nous sommes aujourd'hui au début de la saison des résultats du premier trimestre des banques européennes et le rendement des fonds propres attendu du SX7P pour 2023 s'élève à 10,6 %. En supposant qu'il n'y ait pas d'autres améliorations du rendement des fonds propres en 2023, une récession en 2024-2026 ramènerait le rendement des fonds propres à 8 % et potentiellement à 5 % dans un scénario grave (ce que les données macroéconomiques ne suggèrent pas aujourd'hui).

Les valorisations du marché des banques européennes s'élèvent actuellement à 0,6 x la valeur comptable. Cela implique un rendement des capitaux propres de 6 %, reflétant une combinaison d'une récession prolongée, de baisses des taux d'intérêt avec une certaine forme d'intervention politique telle qu'une augmentation des impôts, des moratoires sur les prêts, etc. Les valorisations des AT1 sont en ligne avec ces éléments. Les AT1 se négocient actuellement juste en dessous de 500 points de base avec des primes de risque après taux de swap correspondant à la période Covid.

Les primes de risque actuelles sont par conséquent extrêmement élevées, et nous pensons qu'elles sont en décalage avec les données macroéconomiques récentes ainsi qu'avec le scénario des banques centrales, ce qui n'est toutefois pas surprenant après les événements récents.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Axiom Alternative Investments - 39 avenue Pierre 1^{er} de Serbie, 75008 Paris, France - contact@axiom-ai.com

David BENAMOU - Managing Partner / CIO - Mobile: + 44 77 75 55 22 29 - david.benamou@axiom-ai.com

Pierre MATHIS, CFA - Marketing Director - Mobile: +33 7 88 66 91 57 - pierre.mathis@axiom-ai.com

4. Les rachats d'actions et les dividendes seront-ils limités ?

Les distributions (rachats d'actions et dividendes) sont l'un des thèmes majeurs en 2023-2025 pour la thèse d'investissement des actions bancaires européennes. Avec le retour de la rentabilité, les distributions des banques européennes sont sur le point de dépasser leur plus haut niveau d'avant la crise. Les banques européennes ont prévu des distributions comprises entre 30 et 40 % de leur capitalisation boursière sur la période 2023-2025.

L'interdiction des dividendes, suite à la crise de la Covid reste cependant dans l'esprit des investisseurs et le fait que les plans de distribution pourraient être revus à la baisse ne semble pas exclu pour de nombreux investisseurs.

Plusieurs banques ont déjà annoncé des plans de distribution validés par leurs régulateurs respectifs (*Unicredit ou BNP Paribas par exemple*). Mais plus important encore pour les banques de la zone euro, le régulateur a récemment clarifié sa position sur les distributions futures et les restrictions potentielles dans le contexte actuel.

Quelques jours après la fusion forcée de Crédit Suisse et UBS, des membres du Parlement européen ont demandé à M. Enria, président du SSM, si le SSM envisageait de restreindre les dividendes et les rachats d'actions des banques, compte tenu des récentes turbulences. Sa réponse a été très claire : *"Non, ce n'est absolument pas quelque chose que nous envisageons. Nous avons déjà examiné les plans de distribution des banques. Elles ont présenté leurs projections de capital également dans le cadre de scénarios défavorables et rien n'a changé qui affecterait notre évaluation de ces trajectoires de capital... dans l'ensemble, nous ne verrions pas la nécessité de corriger notre évaluation des distributions des banques"*. Les plans de distribution des banques européennes semblent donc en bonne voie et bénéficient d'un soutien clair de la part des autorités de régulation.

Dans l'ensemble, oui, après les événements récents, les investissements dans le secteur bancaire requièrent un degré de vigilance plus élevé. Mais il ne faut pas oublier que toutes ces banques en difficulté étaient soit très singulières, soit dans une situation financière déjà préoccupante (Crédit Suisse était la seule banque systémique non rentable en Europe et celle qui, de loin, avait la base de dépôts la moins solide). Aucune de ces histoires ne change la thèse d'investissement des banques européennes, à l'exception bien sûr du prix, qui est moins élevé aujourd'hui qu'il y a deux mois.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Axiom Alternative Investments - 39 avenue Pierre 1^{er} de Serbie, 75008 Paris, France - contact@axiom-ai.com

David BENAMOU - Managing Partner / CIO - Mobile: + 44 77 75 55 22 29 - david.benamou@axiom-ai.com

Pierre MATHIS, CFA - Marketing Director - Mobile: +33 7 88 66 91 57 - pierre.mathis@axiom-ai.com

Clause de non-responsabilité

Ce document est destiné à des fins d'information uniquement. Il ne constitue pas un document contractuel ni un conseil en investissement. Toutes les données ont été préparées sur la base d'informations comptables et de marché. AXIOM Alternative Investments ne peut être tenu responsable de toute décision prise sur la base de ces informations. Avant toute souscription, l'investisseur doit prendre connaissance du prospectus et du KID disponibles sur simple demande auprès d'AXIOM Alternative Investments ou sur le site internet www.axiom-ai.com.

Axiom Alternative Investments est une société de gestion agréée par l'AMF sous le numéro GP06000039.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement.

Axiom Alternative Investments - 39 avenue Pierre 1^{er} de Serbie, 75008 Paris, France - contact@axiom-ai.com

David BENAMOU - Managing Partner / CIO - Mobile: + 44 77 75 55 22 29 - david.benamou@axiom-ai.com

Pierre MATHIS, CFA - Marketing Director - Mobile: +33 7 88 66 91 57 - pierre.mathis@axiom-ai.com
