



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdo

25 juillet 2022

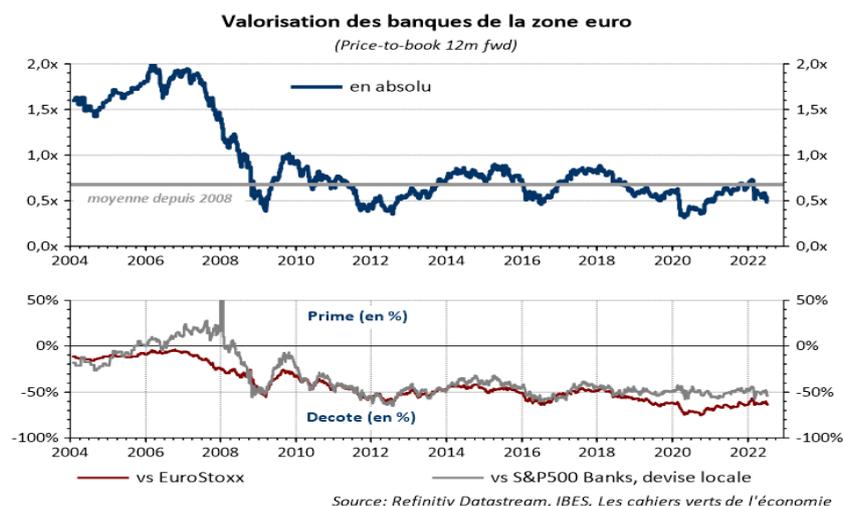
#### Après la BCE et le départ de Draghi, que faire des bancaires européennes dans les portefeuilles ?

L'enjeu n'est a priori pas énorme. Le poids des bancaires dans l'Euro Stoxx a en effet fondu au cours des dernières années. Il n'est plus que 7,6%, soit nettement moins que les biens d'équipement (12,5%) ou la Tech (12,3%) alors qu'il était encore le premier secteur en termes de capitalisation il y a 5 ans.

En fait, le secteur ne s'est jamais remis (en termes de capitalisation) de la grande crise financière de 2007-09 ainsi que des multiples crises de la dette souveraine européenne de la 1<sup>ère</sup> moitié de la décennie 2010. Avec des handicaps par rapport aux banques américaines (croissance annuelle moyenne de 1,2 % en Europe vs 2 % aux États-Unis entre 2010 et 2019, fragmentation du marché européen, réglementation prudentielle internationale moins favorable à un système de financement de l'économie fondé en Europe sur le crédit, ...) qui se traduisent par une rentabilité structurellement inférieure depuis 2010.

Il y a cependant, plusieurs arguments en faveur des banques européennes.

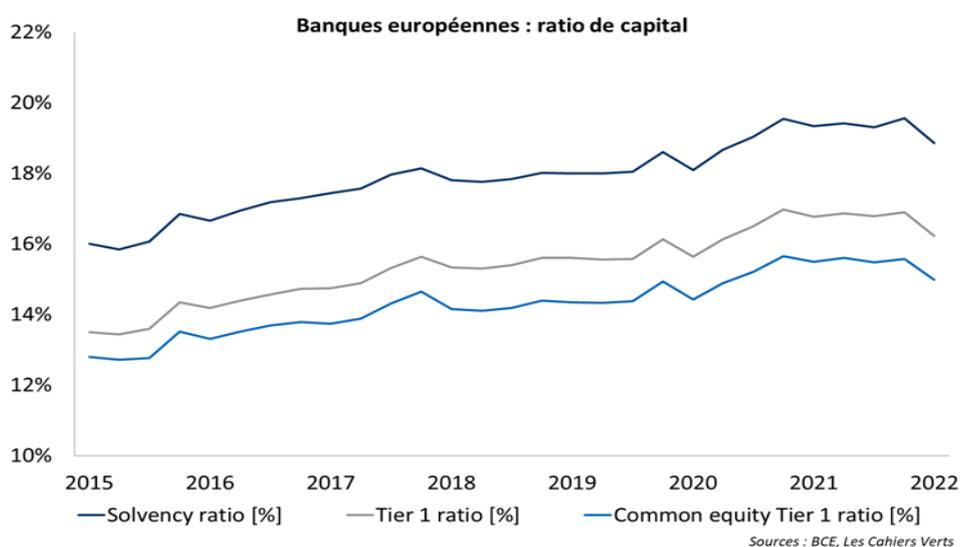
La valorisation bien sûr. Les bancaires européennes se négocient moins de 0,5x leur book value. Certes, c'est très au-dessus du point bas de mars 2020 (0,31x) mais tout de même 25% sous la moyenne depuis 2008 (cf. graphique ci-dessous).



En termes relatifs, toujours en termes de P/B, la décote est de 50% contre les banques américaines (et près de 75% en termes de PE prospectif) et de 63% contre l'Euro Stoxx (contre une décote de 55% en moyenne 10 ans).

Même message en termes de PE forward. Selon IBES, l'Euro Stoxx Banks se négocie à peine 6 fois les revenus attendus à 12 mois (soit une décote de 37% versus la moyenne des 10 dernières années) alors que l'EuroStoxx (PE de 10,9x) se négocie avec une décote de 21% versus sa moyenne des 10 dernières années. Autrement dit, en termes de PE, la décote des banques par rapport à l'EuroStoxx s'est accrue, passant d'une moyenne de 30% au cours des 10 dernières années à 45% actuellement.

Autre point : les banques européennes sont aujourd'hui mieux capitalisées, avec notamment une augmentation de 65% de leurs fonds propres et un ratio de solvabilité en progression de 7 points de pourcentage entre 2008 et 2020. Elles sont beaucoup plus liquides avec des ratios de liquidités à court et long terme très supérieurs aux nouveaux minima fixés par la réglementation. Les bilans bancaires sont solides avec un ratio CET1 proche de 15%, un ratio de levier stable autour de 6% et un ratio de solvabilité largement au-dessus de 18% (cf. graphique ci-dessous).



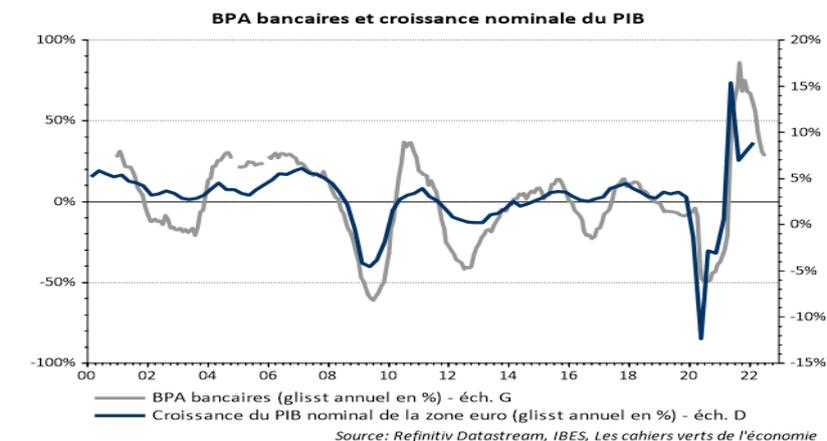
Le ratio des créances douteuses est désormais inférieur à 2%. Les banques semblent donc mieux armées pour absorber le ralentissement à venir de l'activité.

Nous ne sommes par ailleurs pas en risque de re régulation comme après la grande crise financière de 2007-09.

Nous recommandons cependant une certaine prudence. Pourquoi ?

D'abord parce que les bancaires sont des valeurs cycliques et que nous allons probablement vers une récession. La croissance des BPA bancaires est très corrélée à la croissance de l'activité en termes nominaux via plusieurs canaux.

D'une part, une croissance économique forte s'accompagne usuellement d'une hausse des volumes de commissions (33% du PNB au T4 2021) et de la distribution de crédit (marge nette d'intérêt à 54% du PNB) ; cf. graphique ci-dessous.

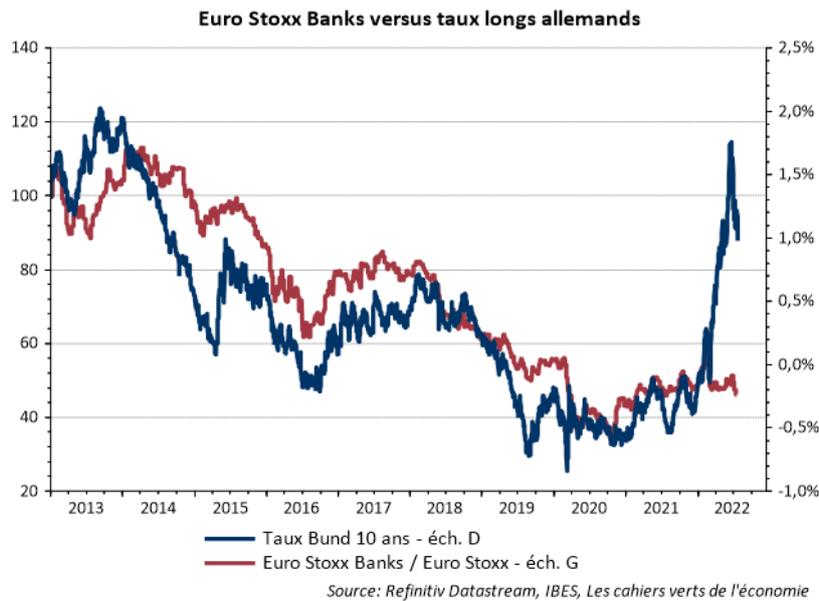


D'autre part, une croissance forte de l'activité économique permet mécaniquement une réduction du risque lié à la qualité des actifs (réduction du poids des créances douteuses) et, partant, se traduit par une amélioration de la profitabilité des banques via des reprises sur provisions. Et vice-versa en cas de retournement cyclique à la baisse. Il nous paraît aujourd'hui difficile de sur pondérer le secteur bancaire avant le pic de provisions.

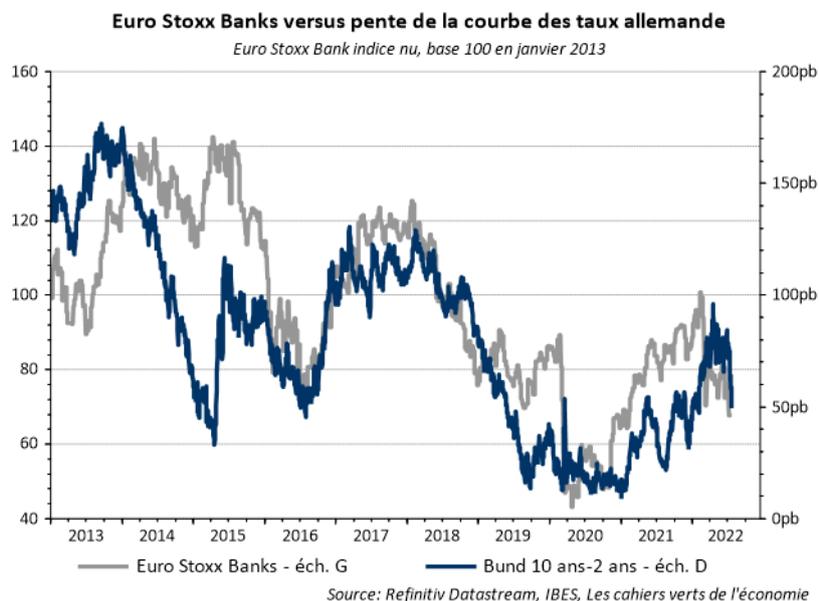
Logiquement, le beta des bancaires est donc important (1,3 en moyenne sur 20 ans et 1,55 sur 5 ans). Les banques tendent à surperformer dans les phases haussières de reprise et à sous-performer dans les phases récessives (cf. graphique ci-dessous).



Un certain nombre d'observateurs ont mis en avant la hausse des taux longs au 1<sup>er</sup> semestre pour justifier une position plus agressive en faveur des banques. Usuellement, il est vrai qu'une hausse des taux longs s'accompagne d'une surperformance des bancaires et inversement. Sauf que la hausse des taux longs des derniers trimestres reflétait complètement un choc monétaire violent que l'on n'avait pas vu depuis près de 30 ans (1994 aux USA) et non un choc de demande réelle. D'où la dé corrélation apparue au 1<sup>er</sup> semestre 2022 entre les taux longs d'une part, et la performance des banques d'autre part (cf. graphique ci-dessous).



Ce choc monétaire s'est traduit par un puissant aplatissement de la courbe des taux, phénomène évidemment négatif pour les banques (cf. graphique ci-dessous).



Parallèlement, lorsque l'on regarde la corrélation depuis 2010 des performances des bancaires européennes (indice MSCI Europe Banks) avec les principaux styles d'investissement, on s'aperçoit qu'elles présentent la corrélation la plus élevée avec le style Value, la moins élevée avec le style Qualité (cf. graphique ci-dessous).

**Corrélation des bancaires européennes avec différents styles d'investissement (indices MSCI Europe, corrélations sur données hebdomadaires depuis 2010)**

Value	0,898
MSCI Europe	0,830
High Div	0,796
Low Vol	0,724
Growth	0,696
Momentum	0,646
Quality	0,638

*Sources : Bloomberg, Les Cahiers Verts*

Au vu de notre scénario, lequel privilégie le style Qualité, et alors qu'on pense que le potentiel de surperformance du Value est terminé, il est donc trop tôt pour revenir sur les bancaires. Il faudra attendre le redémarrage du cycle (au cours de 2023).

Un mot bien sûr sur les banques italiennes. D'une part parce qu'elles représentent 17% de la market cap bancaire européenne. D'autre part parce qu'en détenant 61% du stock de dette publique italienne (10,5% du total des actifs des banques italiennes fin 2021), leur situation est a priori vulnérable compte tenu de la démission récente de Draghi. Enfin parce que la BCE a présenté au même moment (jeudi dernier) son dispositif anti-fragmentation financière en Europe.

Le retrait de Draghi ne peut qu'amener une certaine volatilité d'ici les prochaines élections qui auront lieu le 25 septembre prochain. En particulier du fait des incertitudes relatives aux réformes promises par le pays et au déblocage de son plan de facilité pour la reprise et la résilience (Recovery & Resilience Facility, RFF) selon le calendrier convenu. On parle d'environ 20 mds d'euros au S2 2022. Sans parler des débats budgétaires avant l'envoi du draft budgétaire à Bruxelles en octobre.

En l'état actuel des sondages, un bloc de partis de droite dirigé par les Frères d'Italie (Fdi) de G. Meloni (actuellement en tête des sondages à 23% vs 22% pour le Parti démocrate) comprenant également la Liga de M. Salvini et Forza Italia gagnerait les élections anticipées, une première depuis 2008.

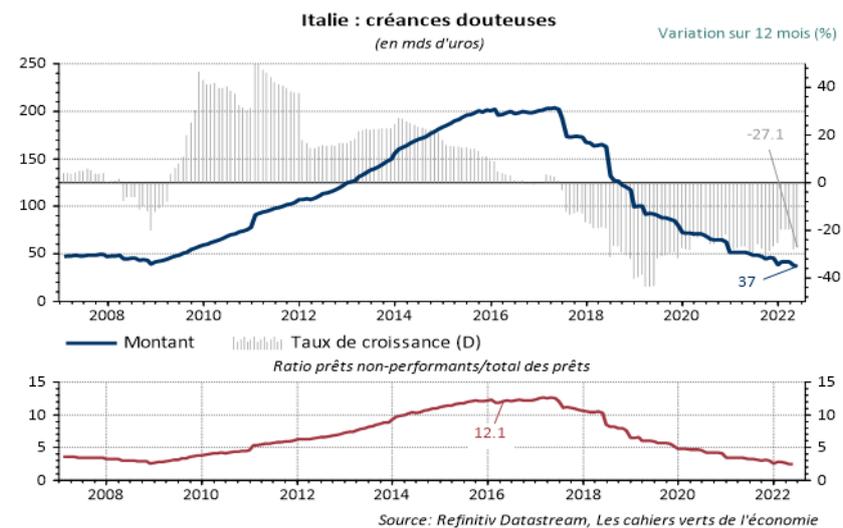
Il ne fait pas de doute que l'arrivée potentielle au pouvoir de Fdi, fondamentalement plus critique vis-à-vis de Bruxelles, est de nature à attiser les craintes de confrontation, alors que le nouvel instrument dévoilé par la BCE (TPI - Transmission Protection Instrument)\_nécessite la pleine coopération du gouvernement du pays débiteur avec la BCE et Bruxelles. En effet, cet instrument ne présente aucun caractère automatique : sa mise en œuvre et son arrêt sont à la discrétion de la BCE. Cette dernière garde la main sur le soutien qu'elle apporte. Ce sont in fine les instances européennes qui jugeront si le pays est éligible ou pas au TPI. Il y a là une sorte « *d'ambiguïté constructive* » pour reprendre l'expression de Lagarde qui ne peut que favoriser l'incertitude et la volatilité.

Le TPI (qui permettra à la BCE d'acheter sur le marché secondaire des titres de dette publique ou privée de maturité 1-10 ans de pays confrontés à une détérioration de leurs conditions de financements non justifiée par les fondamentaux économiques) comporte en effet 4 critères pour être éligible :

- Etre en conformité avec le cadre budgétaire européen (ie entre autre ne pas faire l'objet d'une procédure pour déficit excessif)
- Bénéficier d'une absence de déséquilibre macro sévère
- Avoir une dette sur une trajectoire soutenable
- Mettre en œuvre une politique macro saine et soutenable (en conformité avec les engagements du RRF et avec les recommandations spécifiques de la BCE)

Nous excluons cependant toute comparaison avec le stress de 2012 ou de 2018. Le dispositif du TPI a par ailleurs ses mérites. Il est moins contraignant que l'OMT, avec des achats de titres qui ne sont pas limités ex ante et qui ne sont pas liés au principe de la clé de répartition du capital (achats ciblés sur les pays qui en ont besoin).

Le contexte est également différent. Le Common Equity Tier 1 ratio des banques italiennes est passé de 11% fin 2015 à 15% au T1 22 (soit un niveau quasiment en ligne avec la moyenne européenne) et le ratio créances douteuses / créances totales a fondu de 10pp depuis le pic de 2017 à 2,50% (cf. graphique ci-dessous). Et bien sûr, le stress finira toujours par s'interrompre car, *in fine*, il n'y a personne en Europe et en Italie pour souhaiter la sortie d'un pays naturellement systémique puisqu'il représente 15% du PIB de la Zone Euro.



Cela étant, nous serions étonnés de ne pas voir le marché chercher à « tester » le dispositif du TPI au cours des prochaines semaines.

Partant, de là, quelle est la bonne stratégie pour les 2 prochains mois ?

- Neutre bancaires européennes au sein de l'Eurostoxx
- Long bancaires américaines/bancaires européennes (non couvert en change)
- Long bancaires européennes/bancaires italiennes
- Long bancaires européennes/bancaires françaises (les banques françaises sont les banques étrangères les plus exposées à l'Italie)
- Long emprunts portugais/BTP