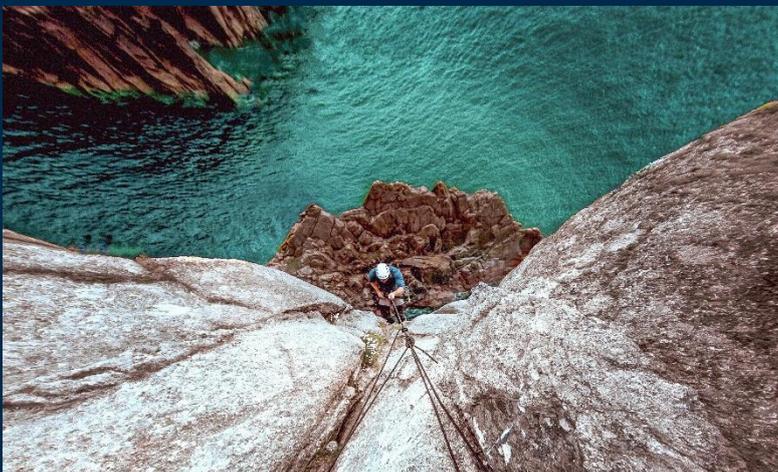


Banque : un secteur prometteur en 2024 ?



Etrit Vllasalija

Analyste d'investissement obligataire
Londres



Michael Habib

Analyste d'investissement obligataire
Los Angeles



Franz Lathuillier

Analyste d'investissement obligataire
Singapour

Ce qu'il faut retenir

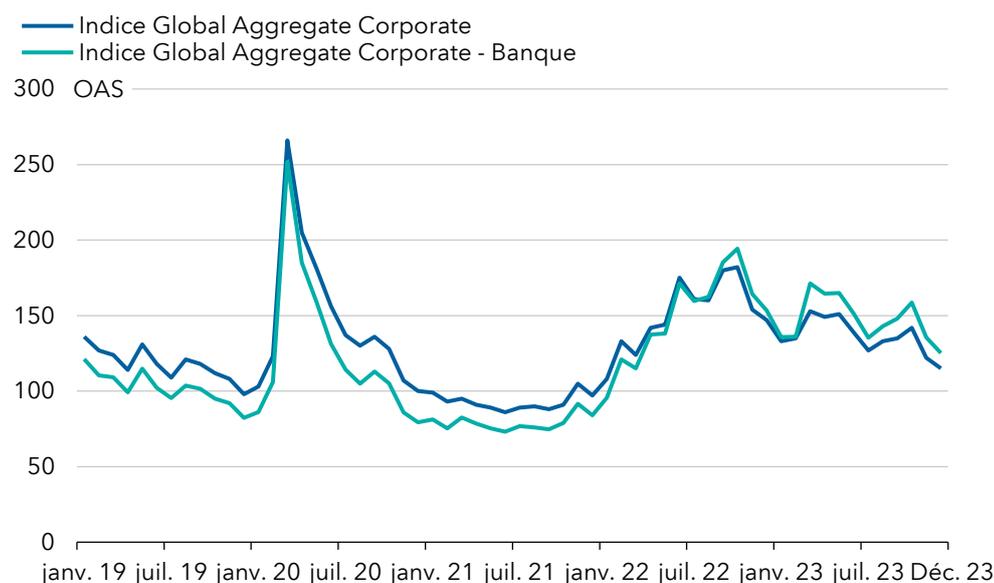
- Les fondamentaux au sein du secteur bancaire – hors banques régionales américaines – sont particulièrement bons, du jamais vu depuis des décennies. Pourtant, la dette bancaire continue de s'échanger avec un spread plus élevé que celui du reste du marché des obligations d'entreprise. Un différentiel qui s'explique notamment par des volumes d'émission importants, des inquiétudes persistantes face à la crise des banques régionales américaines et une incertitude concernant la trajectoire de l'économie. La situation, inhabituelle, offre de ce fait des opportunités d'investissement potentiellement intéressantes.
- La hausse des taux d'intérêt a globalement constitué une aubaine pour les banques (à l'exception des banques régionales américaines). Maintenant que les marchés se préparent à une baisse des taux et à un atterrissage en douceur de l'économie piloté par les banques centrales, nombre d'établissements font en sorte de couvrir le risque de taux d'intérêt pour protéger leurs revenus. Et le secteur, souvent considéré par le marché comme représentatif du contexte macroéconomique, pourrait tirer parti du moindre risque de récession.

- Dans le sillage de la crise des banques régionales américaines, de futurs changements réglementaires pourraient avoir pour effet de maintenir les émissions de dette des banques américaines à un niveau élevé pendant quelques années encore, mais devraient, à terme, renforcer les fonds propres de ces établissements – un point positif pour les investisseurs en obligations. La crise a également incité les banques à se reconcentrer sur la qualité et l’ancrage de leurs dépôts.

Le secteur bancaire entame l’année 2024 avec des spreads de crédit plus élevés que l’ensemble du segment investment grade (voir graphique ci-dessous), segment dont il représente tout de même la plus grande part (environ 27 %¹ de l’indice en capitalisation boursière). À l’heure actuelle, nous envisageons ce secteur avec optimisme, et saurons tirer parti de tout épisode de volatilité pour renforcer notre exposition.

Les valorisations des banques affichent actuellement un spread supérieur à celui du segment investment grade

Spreads ajustés de l’option ; comparaison des indices Global Aggregate Corporate - Banking et Global Aggregate Corporate



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs. OAS : spread ajusté de l’option. Source : Bloomberg. Données au 31 décembre 2023.

Cet article propose de répondre à certaines des interrogations des investisseurs sur le secteur bancaire, notamment concernant l’effet des perspectives macroéconomiques sur les banques, les implications pour le crédit des changements réglementaires envisagés à la suite de la faillite de SVB en mars 2023, et les principales opportunités et les principaux risques pour le secteur.

1. Bloomberg Global Aggregate Corporate index

Les banques et le contexte macroéconomique

Tout comme ce fut le cas en 2023, l'environnement macroéconomique devrait profondément jouer sur les résultats du crédit bancaire en 2024.

Après avoir envisagé un temps l'hypothèse de taux d'intérêt durablement élevés, le marché s'accorde désormais sur le scénario d'un atterrissage en douceur, avec une inflation ramenée progressivement à sa cible et des taux d'intérêt en baisse. Pour autant, le risque de récession reste présent malgré la résilience affichée jusqu'à présent par l'économie mondiale, en particulier aux États-Unis et en Europe. Le secteur bancaire est globalement bien préparé pour les trois cas de figure - même si certains lui sont plus favorables que d'autres.

Taux d'intérêt élevés : une bonne nouvelle pour la marge nette d'intérêt

Pour la majeure partie de l'année 2023, le marché a privilégié un scénario dans lequel les banques centrales seraient contraintes de maintenir durablement les taux d'intérêt à des niveaux élevés, un environnement généralement synonyme pour les banques d'une meilleure marge nette d'intérêt.

Pour autant, toutes n'en tirent pas parti de la même manière. En effet, les banques dont l'actif contient une part importante de prêts hypothécaires à taux variable sont mieux positionnées que leurs homologues détenant davantage de prêts hypothécaires à taux fixe - une différence que l'on peut observer en Europe notamment : les banques françaises, dont les prêts immobiliers courent sur plusieurs décennies, ont ainsi moins profité de la répercussion des taux élevés que leurs homologues d'autres pays européens.

Aux États-Unis, il faut distinguer les grandes banques de financement et d'investissement et les banques régionales. Pour les premières, des taux d'intérêt durablement élevés sont une bonne nouvelle. En revanche, ces mêmes taux, parce qu'ils renchérissent le coût des dépôts, amoindrissent la marge nette d'intérêt et les bénéfices des secondes, affaiblissent leurs bilans, sur lesquels sont alors comptabilisés des actifs obligataires de moindre valeur.

Atterrissage en douceur : moins favorable à la marge nette d'intérêt, mais positif pour les autres sources de revenu

Les signes de fléchissement de l'inflation au second semestre 2023 ont amené les marchés à revoir leur copie. Ils tablent désormais sur la capacité des banques centrales à assurer un atterrissage en douceur et à entamer l'assouplissement de leur politique monétaire dans l'année. Si la fin de l'environnement de taux durablement élevés peut affecter la marge nette d'intérêt, elle devrait néanmoins être une bonne nouvelle pour les autres sources de revenu des banques - à des degrés variables toutefois.

Dans les régions où la concurrence pour attirer les déposants est plus forte, les banques devront doser la répercussion des baisses de taux sur leurs comptes de dépôt pour préserver leurs marges au plus juste.

Cela dit, la marge nette d'intérêt, plus sensible aux baisses de taux directeurs, est une source de revenu parmi d'autres : les frais et commissions facturés, la gestion d'actifs et l'assurance, des éléments généralement moins cycliques, contribuent également au maintien des ressources tout au long d'un cycle.

L'environnement récent de taux élevés a par ailleurs eu pour effet d'accroître la surveillance du politique sur le secteur, avec à la clé, dans certains pays européens, la taxation des superprofits des banques. La baisse des taux pourrait alléger ces pressions en incitant les banques à répercuter moins systématiquement les variations de taux d'intérêt sur les comptes de dépôt, et soulager les banques régionales américaines, soumises à une rude concurrence sur les dépôts.

Même s'il apparaît a priori moins favorable pour l'encours des banques dont le portefeuille compte davantage de prêts à taux variable, le contexte de baisse des taux pourrait relancer la demande de prêts hypothécaires de ce type, ce qui permettrait de compenser l'érosion des marges.

Par ailleurs, les banques peuvent recourir à des mécanismes de couverture du risque de taux d'intérêt, ce qu'elles font de manière très diverse d'une région, voire d'une banque à l'autre (par exemple, les banques asiatiques, contrairement à leurs homologues en Europe et aux États-Unis, couvrent plutôt le risque à court terme, ce qui limite l'effet de ces instruments sur le chiffre d'affaires lorsque les taux baissent). En ayant su maîtriser globalement leur exposition aux taux d'intérêt, elles sont bien souvent mieux préparées à la baisse des taux directeurs qu'elles ne l'étaient à leur hausse.

Récession : un test pour les banques

En bons baromètres de l'environnement macroéconomique, les banques seraient certainement mises à l'épreuve en cas de récession, les investisseurs attendant sans doute une compensation pour leur exposition à ces établissements fortement endettés par définition.

Les fondamentaux du secteur étant globalement solides, et le marché ayant déjà commencé à intégrer le scénario d'une récession, les investisseurs redoubleront d'attention sur la qualité des actifs bancaires et les pertes sur prêts. Particulièrement surveillées, les banques régionales américaines pourraient ainsi sous-performer – malgré la bonne santé de leurs fondamentaux – en raison des inquiétudes quant à leur stabilité. La qualité des actifs pourrait également se détériorer en Chine, où une récession pourrait faire bondir le nombre de prêts non performants de petites et moyennes entreprises.

Conséquence de la mini-crise bancaire : un tour de vis réglementaire

Dans le sillage de la mini-crise qui a touché les banques régionales américaines (à commencer par SVB) en mars 2023, les autorités de régulation ont proposé de durcir les exigences de fonds propres applicables aux banques américaines. Il est notamment envisagé d'étendre les règles de capacité totale d'absorption des pertes (Total Loss Absorbing Capacity ou TLAC) aux établissements bancaires sans importance systémique mondiale mais dont l'actif total est supérieur à 100 milliards USD. Dans ce cadre, les établissements concernés devront conserver de la dette à long terme, mobilisable si nécessaire.

À court terme, ces nouvelles règles augmenteront l'offre d'obligations bancaires - techniquement, donc, une pression supplémentaire sur le marché obligataire. Pour les investisseurs en dehors des États-Unis, la hausse des émissions devrait également raviver la course aux émissions d'obligations dites « Yankee » (des obligations émises par des banques étrangères solidement implantées aux États-Unis). À terme cependant, ces changements devraient renforcer les positions de fonds propres des banques, un élément globalement positif pour la qualité du crédit.

Questions stratégiques

La stabilité des dépôts

La faillite de SVB a été précipitée en partie par le retrait massif et brutal de leurs fonds par des déposants trop peu diversifiés. Selon les données de la Réserve fédérale américaine, 25 % des dépôts de la banque ont été retirés le 9 mars, avec 60 % supplémentaires d'ordres de retrait prévus pour le 10 mars. De fait, à l'ère des banques en ligne et des réseaux sociaux, les dépôts sont devenus instables et la panique bancaire peut survenir en un éclair.

Ayant tiré les leçons qui s'imposaient, les banques régionales américaines visent désormais davantage de durée, tant côté passif que côté actif : en s'attachant à la qualité et à la fidélité de leurs dépôts, elles s'assurent de pouvoir allonger la durée de leurs prêts.

À terme, les bilans des banques régionales devraient donc présenter davantage de sensibilité à l'actif, ce qui, dans un environnement de baisse des taux, pourrait entraver leur potentiel de bénéfices. Il s'agit toutefois d'une considération de long terme, puisque l'augmentation de la durée des actifs devrait prendre un certain temps. Pour l'instant, le risque de taux est suffisamment couvert pour qu'elles supportent relativement bien les baisses du cycle actuel.

La liquidité

La crise des banques régionales américaines est porteuse d'enseignements pour l'ensemble du secteur bancaire international, à commencer par le fait que les banques centrales sont désormais beaucoup plus réactives pour apporter de la liquidité. Ensuite, les banques européennes sont elles aussi maintenant beaucoup plus attentives à la composition et à l'état de leur liquidité - déjà pourtant relativement solide avec 80 % détenus en liquidités et 20 % en obligations d'État internationales.

Les atouts du local

Les banques asiatiques, échaudées par la crise, préfèrent aujourd'hui concentrer leur exposition sur leur marché intérieur, perçu comme moins risqué que les marchés internationaux.

La taille, une vraie question

La crise a également démontré que, dans le secteur bancaire, la taille a son importance – un constat qui devrait stimuler l'activité de fusion-acquisition, d'autant plus que les changements réglementaires envisagés aux États-Unis vont dans ce sens. Ainsi, une banque dont l'actif se situe entre 95 et 99 milliards USD verra ses obligations réglementaires se durcir nettement au franchissement du seuil de 100 milliards USD. On peut aisément imaginer qu'elle préfère alors fusionner avec une autre banque de taille comparable pour constituer une entité bien plus importante, solide et compétitive.

Or, le contexte macroéconomique actuel est peu propice à de telles opérations : avec des taux directeurs en hausse depuis 2022, de nombreuses banques affichent à l'actif de leur bilan des pertes non réalisées importantes, que les acquéreurs potentiels devraient donc être prêts à compenser. Cela dit, si les taux continuent de refluer (une tendance entamée ces derniers mois depuis que l'hypothèse de taux élevés dans la durée a été écartée), les écarts de fonds propres se réduiront, permettant ainsi aux banques d'envisager à nouveau des consolidations.

En Europe, l'activité de fusion-acquisition est également entravée par des limitations structurelles : l'absence de marché bancaire unifié et de mécanisme de garantie des dépôts à l'échelle européenne complique en effet les transactions transfrontières et, partant, les opérations de grande ampleur. En Asie, en revanche, l'avantage de la taille est acquis depuis longtemps : les grandes banques dominent la région tandis que les établissements plus petits perdent progressivement du terrain.

Investir : opportunités et risques

Malgré des fondamentaux exceptionnellement solides, les banques (hors banques régionales américaines) offrent à l'heure actuelle un spread supérieur à celui de la dette d'entreprise. Ce surcroît s'explique par la qualité supérieure des facteurs techniques du crédit des entreprises non financières, une situation que le marché voit perdurer, tout comme l'incertitude macroéconomique et la méfiance vis-à-vis des banques régionales américaines.

Ces dernières années, les banques ont émis quantité d'obligations pour se conformer aux exigences réglementaires en matière de fonds propres. À l'inverse, les entreprises des autres secteurs ont relativement peu émis, alors que la demande de duration est forte chez les investisseurs. Si cette dynamique se poursuit, comme s'y attend le marché, et si le secteur bancaire continue d'émettre davantage de dette que les entreprises des autres secteurs, alors les obligations des banques pourraient rester plus onéreuses que celles des entreprises non financières. Inversement, le spread entre les deux se rétrécira si les émissions des banques diminuent.

Autre facteur important : l'environnement macroéconomique, souvent reflété dans les valorisations des banques. Si les inquiétudes macroéconomiques se dissipent, le différentiel de spread entre le crédit bancaire et la dette d'entreprise devrait, toutes choses égales par ailleurs, se refermer. À l'inverse, si la crainte d'une récession refait surface, le différentiel de spread s'accroîtra.

Disparités et opportunités selon les régions

Les perspectives varient d'une région à l'autre. Les banques asiatiques présentent peu de marge de valeur au vu de leurs cours actuels (surtout les banques chinoises, valorisées au plus juste), à quelques exceptions près, comme à Hong Kong.

Le marché américain offre davantage d'opportunités, d'autant que les résultats du 3^e trimestre 2023 ont rassuré les marchés, inquiets des répercussions de la crise des banques régionales. Nous avons donc renforcé notre exposition, tant aux grandes banques qu'aux banques régionales.

Mais c'est en Europe que se trouvent actuellement les meilleures opportunités. Les banques européennes affichent en effet des spreads plus larges que ceux de leurs homologues américaines et asiatiques, tout en bénéficiant, grâce au durcissement réglementaire, de confortables réserves de fonds propres et de fondamentaux solides

Plus précisément, certaines banques espagnoles, irlandaises et grecques semblent particulièrement intéressantes. Nationalisées dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008 et de la crise européenne de la dette souveraine, elles ont depuis assaini leur bilan et amélioré leur rentabilité et leurs fondamentaux. Par ailleurs, elles se situent dans des pays aux économies parmi les plus robustes en Europe, avec une croissance du PIB positive, une inflation inférieure à celle de l'ensemble de l'Union européenne, et des entreprises et des ménages en désendettement progressif depuis 20 ans. Des facteurs qui devraient contribuer à la qualité des actifs bancaires dans les années qui viennent.

Etrit Vllasalija est analyste d'investissement obligataire chez Capital Group. Il est responsable de la recherche portant sur les banques européennes investment grade et sur l'affrètement dans le secteur aéronautique. Il possède 9 ans d'expérience en matière d'investissement et a rejoint Capital Group il y a 6 ans. Avant de rejoindre Capital, il a occupé la fonction d'analyste actions chez Société Générale. Il est titulaire d'un master de la Jonkoping International Business School et d'un master de finance de la Lund University School of Economics and Management. Etrit est basé à Londres.

Michael Habib est analyste d'investissement obligataire chez Capital Group, chargé de couvrir les banques canadiennes, américaines et australiennes. Possédant 10 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement, il a rejoint Capital Group il y a 5 ans. Avant de rejoindre Capital, il a occupé la fonction de private equity associate chez Bank of America Merrill Lynch et chez Audax Group. Il est titulaire d'un MBA de l'université de Chicago et d'une licence avec mention de l'université Western Ontario. Michael est basé à Los Angeles.

Franz Lathuillierie est analyste d'investissement obligataire chez Capital Group. Il est responsable de la recherche sur le segment des obligations émises par des acteurs financiers asiatiques. Il possède 21 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement, et travaille pour Capital Group depuis 5 ans. Avant de rejoindre Capital, il a occupé la fonction de directeur financier chez Axa en Thaïlande et en Indonésie. Il est titulaire d'un MBA de l'ESSEC Business School et de la certification Chartered Global Management Accountant®, il est par ailleurs membre de l'Institute of Actuaries. Franz est basé à Singapour.

Le présent document est publié par Capital International Management Company Sàrl (« CIMC »), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, à titre d'information uniquement. CIMC est régie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et est une filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). La société Capital Group s'efforce d'obtenir des informations de sources réputées fiables. Toutefois, elle ne peut certifier ni garantir leur exactitude, leur fiabilité ou encore leur caractère exhaustif. Le présent document n'a pas vocation à être complet ni à fournir un conseil d'investissement, fiscal ou autre.

En Suisse, le présent document est publié par Capital International Sàrl (société agréée et régie par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)), filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

© 2024 Capital Group. Tous droits réservés. **WF5448200 M BE CH FR LU (FR) P**