

INTERVIEW DU DIRECTEUR DES INVESTISSEMENTS D'AXIOM AI



*David Benamou,
Directeur des investissements d'AXIOM AI.*

Des banques attaquées en Bourse : c'est le moment d'acheter !

Les valeurs bancaires ont été très attaquées depuis le début de l'année. Malgré le récent rebond, elles perdent encore en moyenne 22 % depuis le 1er janvier. Plusieurs facteurs expliquent la défiance des investisseurs, mais la chute du secteur paraît exagérée.

Comment expliquer la baisse récente des valeurs bancaires ?

Le premier facteur de baisse est le ralentissement supposé de la croissance économique mondiale. Le secteur bancaire surréagit aux indicateurs de conjoncture, en raison de sa forte cyclicité. La baisse du pétrole et les craintes d'une montée des défauts dans le secteur énergétique ont aussi pesé sur le cours des banques, incitant les établissements à communiquer sur leur niveau d'exposition.

Cet élément lié au pétrole pourrait d'ailleurs favoriser une transition positive sur les valeurs bancaires, quand les investisseurs auront pris conscience du faible impact de la hausse des défauts sur les résultats des banques en raison de leur moindre exposition au risque d'entreprise après les réformes engagées depuis la crise financière de 2008.

Aux Etats-Unis, la part des banques dans les « classified exposures », regroupant les titres obligataires des entreprises en difficultés « mal notées », est passée de 67% en 2004 à 26% en 2015. Les fonds de « high yield » et les prêteurs alternatifs ont pris le relais. Le risque s'est donc déplacé en-dehors des banques.

Sur 3.100 milliards de dollars de dette liée au secteur pétrole et gaz, seulement 540 milliards sont portés par les banques. Par ailleurs, l'exposition des banques est concentrée sur la dette la mieux notée, « investment grade », et sur des durées courtes, entre trois et cinq ans.

Les taux d'intérêt négatifs sont-ils susceptibles de rogner la rentabilité du secteur ?

Nous avons de nombreux exemples qui montrent que les banques peuvent rester rentables dans un environnement de taux bas, voire négatifs. En Suède, en Norvège, au Japon, les taux sont très bas depuis longtemps et les banques continuent à gagner de l'argent.

L'environnement de taux bas a certes un effet négatif sur la profitabilité des banques, en érodant les marges, mais l'effet essentiel vient surtout de la courbe des taux. Plus la courbe est pentue, plus les profits sont élevés.

La révolution digitale en cours pourrait-elle bouleverser la physionomie des banques ?

Les révolutions technologiques en cours auront sans aucun doute une influence sur le secteur. Mais les établissements qui ont émergé ces dernières années grâce au digital restent des banques, avec licence. Les percées les plus marquantes concernent des banques au Royaume Uni, comme Metrobank ou Atom Bank, qui réinventent la relation client.

L'objectif des banques est de réduire le « cost income ratio » (coûts divisés par les revenus) qui évolue en moyenne entre 52 % et 74 % dans le secteur bancaire. Le point d'interrogation porte donc sur les restructurations nécessaires, notamment dans les agences.

La mauvaise image du secteur depuis la crise financière de 2008 pèse également sur les banques



C'est un paradoxe, entre 2000 et 2003, le retour sur fonds propres des banques européennes se situait entre 8% et 9% contre environ 8% aujourd'hui. Le rendement du dividende était compris entre 3% et 4%, il se situe en 2016 au-dessus de 5%. Une banque était valorisée à l'époque 1,7 fois les fonds propres, mais ce ratio est tombé à 0,66 fois. Pourtant, les banques gagnent de l'argent. Notre sentiment est l'arrivée de la fin d'un cycle très négatif sur les banques qui a duré huit ans, après un cycle très positif entre 2000 et 2008 où les banques étaient considérées comme invulnérables. Les banques ont ensuite été considérées comme pleines de risques. Les régulateurs ont depuis fait leur travail, en réduisant les risques dans le système bancaire.

La défiance récente sur les banques italiennes n'a pas rassuré les investisseurs.

Le problème de l'Italie vient de l'importance des prêts non performants (NPL) qui représentent 20% de leurs encours de crédit contre une moyenne de 7% en Europe. C'est un niveau important, mais trois fois inférieures au ratio de l'Islande lors de la crise bancaire de 2008. L'origine de ces NPL en Italie vient de l'extrême lenteur des tribunaux italiens avec un délai de recouvrement des créances douteuses entre six et huit ans contre un délai de trois ans en France. Le gouvernement italien a engagé l'an passé une réforme de la loi sur les faillites, qui rend les tribunaux plus efficaces.

Le président de la BCE, Mario Draghi, a rassuré le marché, arguant que les ratios de fonds propres ne seraient pas durcis pour les banques italiennes.

Enfin, le gouvernement italien va mettre en place une « Bad bank » participant aux recapitalisations nécessaires et permettant aux banques du pays de « déstocker » le montant des prêts non performants.

Quelles sont les principales convictions d'Axiom AI ?

Dans le fonds Axiom Equity, nous privilégions les actions des banques italiennes et françaises. L'Italie parce que les valorisations sont très faibles et parce que le travail de fond accompli par le gouvernement italien et la BCE est très positif. La conjoncture italienne est aussi bien orientée. Nous privilégions une grande banque de qualité comme Intesa Sanapolo, qui affichait 3 milliards d'euros de résultat net l'an passé, un produit net bancaire revenu à son niveau de 2007, une hausse de son dividende de 100%. Nous apprécions aussi des banques en restructuration avancée, comme Monte Paschi di Sienna, dépréciée à 17% des fonds propres.

Notre intérêt pour des banques françaises, comme BNP Paribas, Natixis, Société Générale, est lié à la faiblesse des taux d'intérêt. Elles bénéficient d'une structure de prêts essentiellement à taux fixe, leur permettant de maintenir des marges plus importantes que d'autres banques en Europe.

La défiance reste forte sur le secteur bancaire et nous ne constatons pas encore d'inflexion positive. Pourtant, avec un retour sur fonds propres de 8%, les banques devraient être bien mieux valorisées. Une reprise durable des valeurs bancaires viendra sans doute avec les futures publications montrant que l'impact de la crise pétrolière et des taux bas est faible sur leurs résultats.

Dans nos fonds obligataires, nous privilégions des titres dits "cocos". Un défaut de conception initial a rendu ces titres subordonnés peu attrayants. Des rendements de 5,5% à plus de 10% sont donc offerts actuellement sur cette classe d'actifs, sur des signatures comme BNP, Lloyds ou Unicredit qui cotent largement sous le pair. Dans la hiérarchie des créanciers, ces titres sont pourtant remboursés avant les actionnaires, mais il n'est précisé dans aucun texte que le coupon est prioritaire au dividende. D'où le malaise des investisseurs.

La BCE a toutefois engagé la réforme de ces titres, L'institution a aussi déclaré que les niveaux de capital des banques étaient satisfaisants et qu'ils n'évolueraient plus d'ici à 2019, éloignant la crainte d'un surcroît de réglementation. Notre fonds Axiom Contingent Capital est composé à 100% d'obligations cocos qui devraient reprendre très vite de la hauteur. Plus diversifié, le fonds Axiom Obligataire détient 35% de cocos dans son encours.