

De la valeur dans la structure de capital des banques !

Des opportunités dans le secteur bancaire

Les résultats des banques sont globalement très bons et au-dessus des attentes ce trimestre. Ces résultats laissent apparaître une solidité des bilans rassurante alors qu'un ralentissement de l'économie est attendu. Les banques sont donc bien capitalisées et mieux préparées que par le passé en cas de turbulence macroéconomique : les ratios CET 1 ont progressé (graphique de droite).

A titre d'exemple, BNP Paribas a reporté un PNB de 12.31 milliards d'€ et un résultat net en hausse de 15% à 2.76 milliards d'€. Le CET1 est bien au-dessus de l'exigence réglementaire à 13.4%. En parallèle, Société Générale a publié un T3 meilleur qu'attendu : les revenus sont en hausse de 2.3% sur un an, tandis que le ratio CET1 s'élève à 13.1%. A noter que dans la phase de stress, le secteur n'a pas sous-performé le segment non-financier: le marché n'accorde plus de prime supplémentaire pour les émetteurs financiers.

Le secteur bancaire offre ainsi des perspectives intéressantes. Les rendements demeurent très variables selon la séniorité des obligations. L'obligation subordonnée BNP Paribas 2025 rémunère actuellement 4.05% tandis que l'obligation senior équivalente rémunère 85bps de moins à 3.20%. La valeur se trouve ainsi dans la structure de capital.

Un point haut sur le crédit impossible à prédire mais...

Le marché des taux souverains demeure très volatil, sur fond de fortes tensions politique et macroéconomique. Le niveau des indices CDS est ainsi en forte hausse depuis le début de l'année, malgré une relative accalmie le mois dernier.

Le taux de défaut cumulé au cours des cinq prochaines années est anticipé à 40% lorsque nous regardons le niveau actuel des CDS, en prenant l'hypothèse d'un taux de récupération de 40%. A titre de comparaison, les défauts ont atteint 11% au pic de la crise des subprimes. Un tel niveau de défaut nous apparaît hautement improbable : les fondamentaux des entreprises sont plus solides que par le passé et les dernières publications de résultats montrent la résilience de ces dernières malgré une inflation élevée et un ralentissement économique certain.

Dans le même temps, les estimations actuelles laissent envisager que la FED mettra fin à la hausse des taux lors du 1^{er} trimestre 2023, laissant envisager une accalmie potentielle sur les taux souverains.

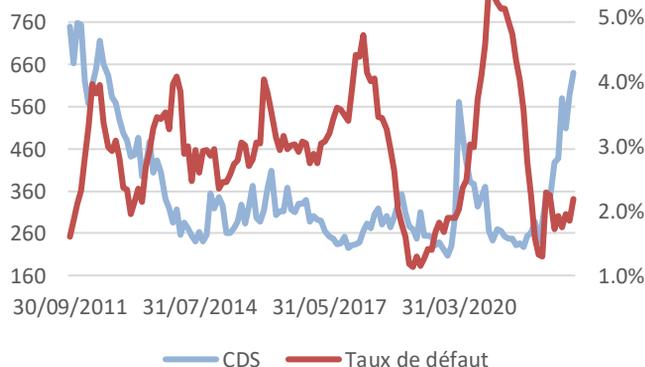
Ces deux éléments nous permettent de penser que les indices CDS n'intègrent pas entièrement les « bonnes » nouvelles et sont plus proches d'une correction que d'une nouvelle poussée haussière de protection contre le risque.

Ratio CET1 des banques européennes



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 14/11/2022

Taux de défaut vs CDS (Europe)



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 14/11/2022

Nos experts :



Radoslav Radev

Head of Fixed Income
15 ans d'expérience sur les marchés obligataires



Alexandre Ferci

Fixed Income Portfolio Manager
12 ans d'expérience sur les marchés obligataires

L'inflation, priorité numéro 1 des banques centrales

Les banquiers centraux continuent de prioriser la lutte contre l'inflation dans leurs politiques monétaires. Cette dernière a peut-être connu son point haut en juin 2022 aux Etats Unis et les premiers signes de ralentissement semblent se matérialiser. **La FED pourrait atteindre son « terminal rate » au premier trimestre 2023.**

FED : La banque centrale américaine a continué son action contre l'inflation lors de la réunion de début novembre. Elle a relevé ses taux de 75 bps le 2 novembre pour les porter entre 3.75% et 4.00%. Une poursuite du relèvement des taux directeurs jusqu'à la fourchette 5%-5.25% sera nécessaire afin de poursuivre le combat contre l'inflation. Le marché table sur une hausse de 0,50% en décembre et un point d'inflexion en 2023.

BCE : Le taux directeur de la BCE s'établit désormais à 2.00% après une hausse de 75 bps fin octobre. L'inflation a atteint un record à 9.9% en septembre. Les prévisions de croissance pour 2023 ont été revues à la baisse par la BCE, qui vise 0.9% seulement contre 2.1% auparavant.

BoE : L'inflation s'est établie à 11.1% en octobre au Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre a relevé début novembre son taux directeur de 0.75 point pour le porter à 3.00%. Il s'agit de la plus forte remontée des taux de la BoE cette année.

BoJ : La Banque du Japon a quant à elle revu à la hausse ses prévisions d'inflation : elle attend désormais 2.9% pour 2022 et 1.6% pour 2023. Cependant, la BoJ maintient ses taux négatifs de -0.1% fin octobre, toujours à contre courant des autres banques centrales mondiales.

Des publications de résultat toujours immarcescibles

Les indices CDS sont repartis à la baisse en octobre après un mois de septembre affecté par les élections en Europe. Les taux semblent désormais marquer une pause dans leur remontée, les derniers chiffres sur l'inflation étant meilleurs qu'attendus. Le CDS HY américain a fortement reflué, à 521 bps (-88 bps sur un mois). C'est également le cas en Europe avec un **indice CDS HY en baisse, à 554 bps contre 661 bps fin septembre. Le risque de crédit High Yield a donc diminué au niveau global.** Parallèlement, l'IG US s'est repris avec un CDS à 90, tandis que le CDS IG Européen est à 98.

Les publications de résultat du troisième trimestre confirment la très bonne résilience des entreprises alors qu'un ralentissement économique est annoncé. En dehors de quelques exceptions, notamment dans le secteur technologique, les marges sont conservées et les prévisions confirmées voire relevés pour la fin d'année.

Aux Etats-Unis comme en Europe, 74% des entreprises ont publié un chiffre d'affaires en ligne ou au-dessus des attentes. Ce chiffre est de 67% pour le résultat net, un niveau stable par rapport au trimestre précédent. Dans le détail, ces publications laissent apparaître une activité toujours solide ainsi qu'un maintien des marges. **Les secteurs des biens de consommation de base, de l'énergie et des services tirent leur épingle du jeu.**

L'équipe de gestion obligataire

Performance des indices obligataires YTD



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 14/11/2022

Classe d'actif	Yield	MTD	YTD
Govies			
Euro Govies	3.03%	-0.70%	-19.56%
US	4.51%	-0.39%	-14.64%
Credit			
Pan Euro IG	4.54%	-0.40%	-16.06%
Pan Euro HY	8.65%	-0.38%	-13.72%
US IG	6.00%	-0.20%	-19.72%
US HY	9.22%	-0.92%	-13.34%
Financière			
Subordonnée	5.65%	-0.21%	-14.55%
Senior	5.05%	-0.47%	-16.35%
Autre			
Emergent	8.24%	-0.37%	-23.15%
ESG	4.13%	-1.50%	-28.07%

Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 14/11/2022

AVERTISSEMENTS

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Ce document a été élaboré par UBS LA MAISON de Gestion, société de gestion au capital de 1 167 600 euros, ayant son siège au 91 Boulevard Haussmann 75008 Paris (381 950 641 RCS Paris), agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en qualité de société de gestion de portefeuille en date du 20 juillet 2004 sous le numéro GP 04000042. Ce document ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque placement ou produit spécifique que ce soit dans une quelconque juridiction. UBS LA MAISON de Gestion n'assume aucune responsabilité concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations établies, bien que ces informations proviennent de sources externes réputées fiables. Sous réserve du respect des obligations légales ou réglementaires à sa charge, UBS LA MAISON de Gestion ne pourra être tenue responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de toute transaction relative au produit ou de tout investissement dans ce produit.

UBS LA MAISON de Gestion attire votre attention sur le fait que la performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière, de l'expérience et de la compréhension des produits financiers ou des besoins propres à un destinataire précis.