

Le 10 février 2016

## Le crash des valeurs bancaires – Que se passe-t-il vraiment ? Est-ce grave ?

L'indice des valeurs bancaires européennes est en baisse de près de 25% sur l'année, de plus de 38% depuis le pic de juillet dernier. Le marché du crédit n'est pas en reste : d'abord limitée aux banques périphériques – notamment celles qui ont à leur bilan des NPLs (prêts non-performants) importants, par exemple en Italie (UCGIM 6.75% AT1, -21% YTD) – la chute s'est généralisée aux émetteurs les plus solides (BNP 7 3/8 AT1 -10% YTD) et aux titres Tier 2 ou Legacy, y compris ceux émis par les assureurs.

Il faut remonter à la crise de la zone Euro en 2011 pour trouver trace d'une correction pareille (-47%).

Mais en 2011, l'explication était simple : la Grèce venait d'annoncer la restructuration de sa dette et l'avenir de la zone Euro s'inscrivait en pointillé. La fin désordonnée de la monnaie unique faisait peser un risque colossal sur les bilans bancaires. Il avait alors suffi que Mario Draghi lance son fameux « *Whatever it takes* » pour que les banques rebondissent de 90% jusqu'au pic de juillet dernier.

Que se passe-t-il vraiment ? Bien malin qui aujourd'hui pourrait trouver une explication aussi limpide.

Le ralentissement de la Chine ? Non, l'exposition des banques européennes à la Chine, et à l'Asie en général, est très faible.

L'exposition au secteur pétrolier ? Les risques existent mais sont très limités pour les banques européennes qui n'ont que très peu financé des projets d'exploitation à long terme.

Les prêts non performants italiens (et espagnols, et irlandais...) ? Si le sujet est réel en Italie (et inquiète le marché), il est bien connu et identifié par le régulateur. Mario Draghi a explicitement confirmé en janvier que les NPL italiens étaient correctement provisionnés et n'entraîneraient pas de besoins nouveaux en capital.

Les taux négatifs ? Les problèmes structurels de rentabilité ? L'inflation réglementaire ? Ce sont de vrais défis mais là encore des sujets connus de longue date auxquels les banques s'adaptent dans la durée.

Il semblerait que dans un contexte de liquidité dégradée, les opérateurs de marchés aient réagi avec excès sur un secteur bancaire aux règles complexes qui cristallise beaucoup de leurs inquiétudes.

Quand le rendement des AT1 de banques aussi solides que Santander ou de BNP dépasse 10% (là où des émetteurs notés B de pays périphériques ont des rendements inférieurs à 5%), quand la valorisation boursière de cette même BNP représente 0,6 fois sa valeur comptable, nous ne pouvons que recommander l'achat de titres bancaires : la dette subordonnée, les hybrides en fonction de leur format et, de manière sélective, les actions.



## Le crash des valeurs bancaires – Que se passe-t-il vraiment ? Est-ce grave ?

*Year-to-Date* l'indice SX7R des grandes valeurs bancaires européennes, qui comprend des noms comme HSBC ou BNP, est en baisse de près de 25% et de plus de 38% depuis le pic de juillet dernier. Le marché du crédit n'est pas en reste : d'abord limitée aux banques périphériques – notamment celles qui ont à leur bilan des NPLs importants, par exemple en Italie (UCGIM 6.75% AT1, -21% YTD) – la chute s'est généralisée aux émetteurs les plus solides (BNP 7 3/8 AT1 -10% YTD) et aux titres Tier 2 ou Legacy, y compris ceux émis par les assureurs. Il faut également noter que les banques américaines souffrent nettement moins : -18% YTD contre -25% pour les européennes.

Il faut remonter à la crise de la zone Euro en 2011 pour trouver trace d'une correction pareille (-47%). Mais en 2011, l'explication était simple : la Grèce venait d'annoncer la restructuration de sa dette et l'avenir de la zone Euro s'inscrivait en pointillé. La fin désordonnée de la monnaie unique faisait peser un risque colossal sur les bilans bancaires. Il avait alors suffi que Mario Draghi lance son fameux « *Whatever it takes* » pour que les banques rebondissent de 90% jusqu'au pic de juillet dernier.

- Que se passe-t-il vraiment ? Bien malin qui aujourd'hui pourrait trouver une explication aussi limpide.
  - Dans l'effondrement actuel des marchés, les trois « usual suspects » sont la Chine, le pétrole et le « retrait de la liquidité ».
  - Par ailleurs, un certain nombre de sujets économiques et réglementaires ont directement frappé le secteur bancaire (NPL des banques italiennes notamment).
- Est-ce grave ?

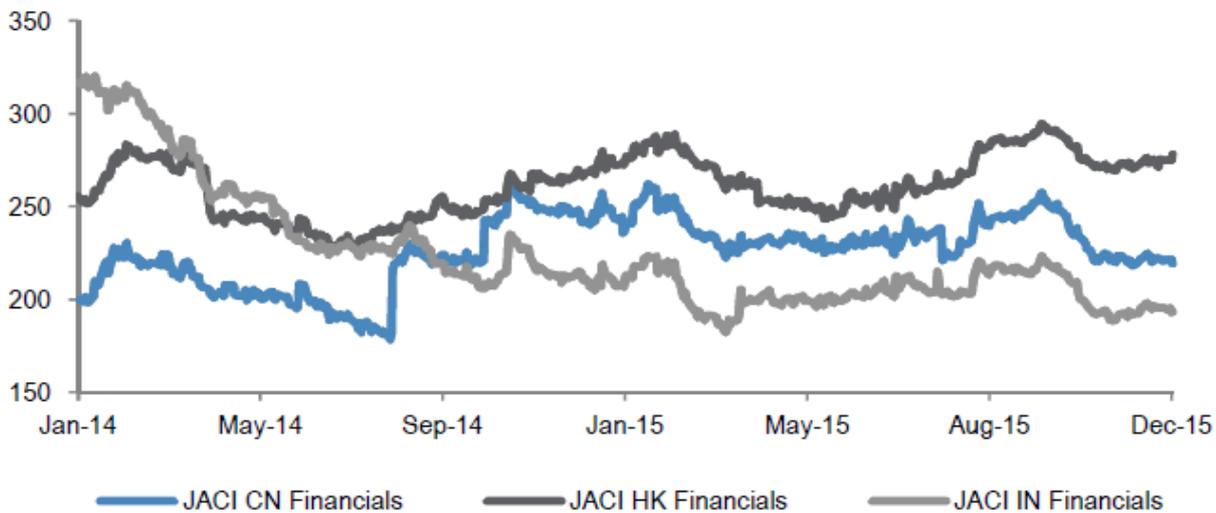
Nous allons passer en revue ces différentes explications en s'interrogeant sur le fait de savoir si elles représentent un réel danger pour le secteur bancaire européen.

### **I. La Chine ? Non, elle n'affecte pas profondément les banques européennes.**

La réalité est que le ralentissement chinois dure depuis cinq ans, que l'augmentation progressive des NPL est aussi très lente et que, à l'exception d'une poignée d'entre elles, l'exposition des banques européennes à la Chine, et à l'Asie en général, est très faible. Même l'exposition aux pays « sino-dépendants », comme l'Australie, est réduite. Selon les données agrégées de la BCE, l'exposition (H1 2015) aux pays émergents d'Asie ne représentait que 1,5% des prêts. Ajoutons que les banques américaines sont plus exposées que les européennes et que le graphique ci-dessous devrait définitivement convaincre ceux qui attribuent la dégringolade du crédit européen à l'Asie.



**Evolution des spreads de crédit bancaires : Chine, Hong-Kong, Inde**



**II. Le risque *commodities* / pétrole? Oui, il représente un risque mais qui mérite d'être analysé en détail.**

La baisse des prix du pétrole a des conséquences à court terme sur le prix des actifs financiers et à moyen terme sur le risque crédit du secteur *Oil & Gas* qui est porté par le marché obligataire *high yield* et par les banques.

La majorité des pays producteurs de pétrole ont leur budget financé à 80% par les revenus tirés de la production. L'objectif de cours fixe à 60\$ par l'OPEC en 2015 constitue un prix d'équilibre en deçà duquel les états producteurs sont contraints de trouver des solutions de financement alternatives (dette, vente d'actifs financiers). Les fonds souverains des Etats producteurs détiennent environ 7 000 Milliards de dollars d'actifs financiers. Ils sont parmi les premiers vendeurs d'actifs financiers depuis le quatrième trimestre 2015. A titre d'exemple l'Arabie Saoudite a financé l'essentiel de son déficit public 2015 (98 Milliards d'USD) en vendant des actifs financiers, dont 2Md\$ d'actions européennes au cours du quatrième trimestre 2015 selon Morgan Stanley. Ce contexte de flux vendeur a donc fortement affecté le prix des actifs financiers. Le maintien durable du cours du baril sous les 60\$ signifie également une détérioration de la solvabilité de l'ensemble des entreprises de la chaîne de valeur, en commençant par les producteurs employant les technologies les plus coûteuses (en particulier la fracturation).

Pour les banques, la question clé est évidemment le montant des pertes qui peuvent être attendues dans le système financier mondial. La difficulté de l'exercice est que les banques peuvent avoir des expositions "*Oil & Gas*" de nature et de risque très différents. Il faut donc faire une distinction entre les actifs à faible risque (crédit à des entreprises investment grade, trade finance court terme avec couverture de marché, etc) et les actifs à haut risque (oil servicers principalement) et tout le reste des expositions. Ce que l'on peut dire c'est que les banques européennes ont principalement des expositions sur les activités de *Trade Finance* à court et moyen terme (75% de l'exposition de la Société Générale au secteur) sur une géographie proche (Proche, Moyen-Orient et Afrique) et des producteurs à faible coût de production contrairement aux banques américaines.



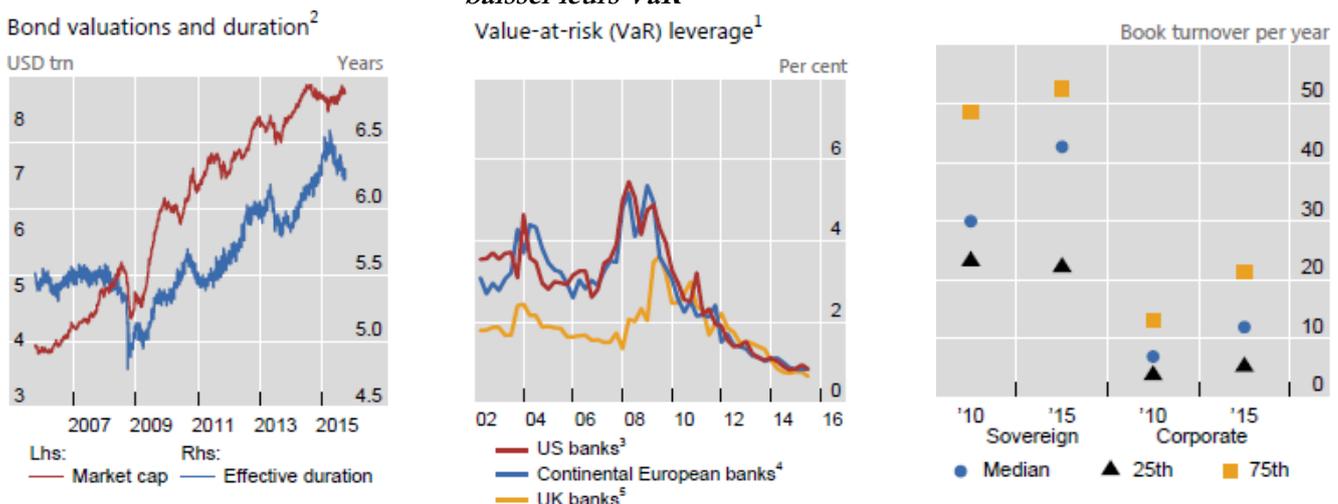
A partir des trois catégories de risques ci-dessus, nous avons estimé des taux de pertes sur deux ans - 2% sur les expositions à risque faible, ce qui se compare à un taux de 0,06% à long terme sur les expositions notées *investment grade* par Moodys, 20% sur les risques élevés ce qui se compare à 10% sur le marché du haut rendement en période de forte hausse des défauts et 12% sur le risque moyen. Sur cette base nous estimons les pertes à 33mds\$ pour les grandes banques ayant des expositions sur le marché *Oil & Gas*, soit environ 4% des profits agrégés 2016-2017 ou 1% des fonds propres durs. Exprimée en % des bénéfices du consensus pour ces périodes les banques européennes les plus vulnérables sont Standard Chartered, Commerzbank, Natixis, ING, ABN Amro, Deutsche, CASA et DNB. Selon les courtiers les pertes sur le marché *high yield* se situent généralement entre 40mds€ \$ et 60mds€ et devraient être concentrées sur un bassin d'investisseurs essentiellement américains. Les banques US ont en effet une exposition moyenne au secteur de l'énergie de 5,4% des prêts contre 3,5% en Europe<sup>1</sup>.

Un point important à souligner, toutefois : lors de la dernière récession de cette nature (2001-2003) le marché action avait "pricé" moins de 10% de cette baisse de profit lors des six premiers mois de 2001 alors que, selon ces estimations, le marché a déjà valorisé presque 100% de ce scénario qui reste loin d'être le scénario de base. La forte baisse des actions peut donc apparaître exagérée.

### III. La liquidité réduite ? Oui, mais elle impacte peu les fondamentaux des banques.

Si les prix baissent, c'est qu'il y a des vendeurs. Certes, mais c'est un peu court. Le problème se situe en réalité au niveau des dealers, qui agissent naturellement comme un amortisseur de la volatilité via leurs inventaires, et dont la capacité d'absorption a fortement diminué :

*Les taux bas augmentent le risque de taux (VaR) Mais, sous la contrainte réglementaire, les courtiers doivent Et ne peuvent plus conserver leur inventaire baisser leurs VaR*



Source : BRI, Committee on the Global Financial System

<sup>1</sup> Sur un échantillon de grandes banques exposées au secteur de l'énergie



Il ne fait donc aucun doute que les flux vendeurs comme acheteurs sont exacerbés, spécialement sur le *fixed income*, indépendamment des fondamentaux des émetteurs. Les ventes en provenance de Chine ou des pays pétroliers, parfois via des *hedge-funds* eux même *leveragés*, impactent donc fortement les valorisations.

Passons désormais en revue les différents sujets économiques et réglementaires qui affectent le secteur bancaire depuis 9 mois.

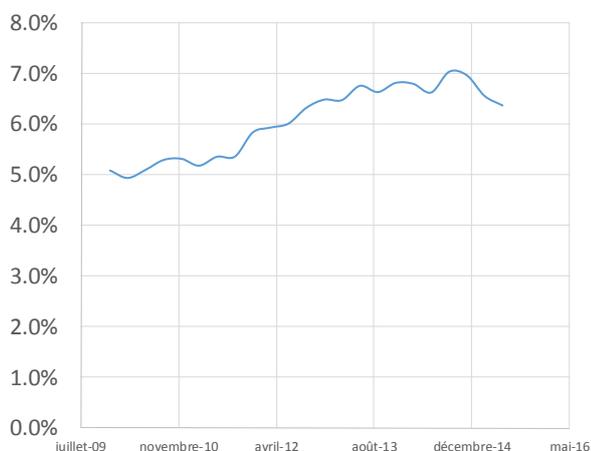
Les sujets économiques par ordre d'importance sont les NPL italiens, l'environnement de taux négatifs et les problèmes structurels de rentabilité.

#### **IV. Les NPL italiens (et espagnols – irlandais) ? Leur valeur d'exemple est largement surestimée.**

Une communication désastreuse - et corrigée depuis - de la BCE a donné au marché à penser que la BCE forcerait les banques italiennes à vendre leurs NPLs avec de fortes décotes et donc un impact sur le capital et donc un risque de bail-in. Ce stress a été naturellement accru par deux épisodes : la résolution de quatre petites banques régionales dont les NPL ont été transférés à un prix très bas (environ 20% du pair) et l'épisode Novo Banco : en apparence, quel moyen plus simple que de spolier les créanciers pour résoudre le problème des NPL ?

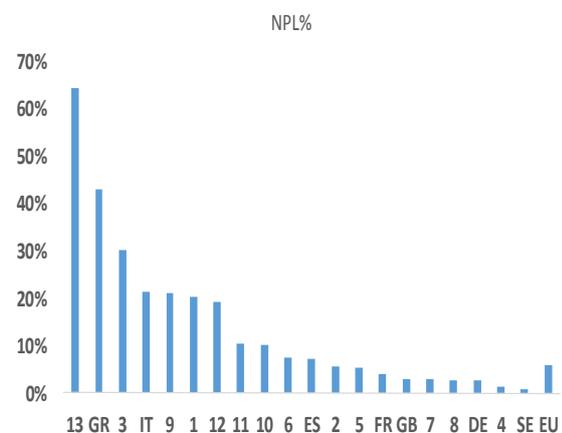
Nous pensons que le marché a paniqué sans bonnes raisons. Les causes sont connues : le FMI, puis la BCE, ont embrassé la thèse selon laquelle un excès de NPL est nuisible à la croissance, notamment parce qu'il perturbe la transmission de la politique monétaire. Il est vrai que l'évolution des NPL italiens n'est pas très favorable : selon les derniers chiffres de l'EBA, l'Italie se situe très en deçà de la moyenne européenne (20% au lieu de 6%) et le ralentissement de la formation de NPL n'est que très progressif. Les graphiques ci-dessous résument bien la situation des NPL européens : lente diminution et dispersion géographique forte.

#### **Evolution des NPL**



Source : EBA

#### **Dispersion géographique**

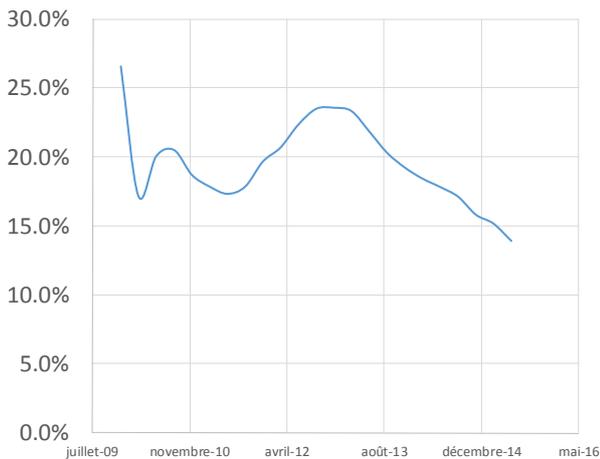


Source : EBA. L'EBA ne communique pas le nom des pays qui sont représentés par 3 banques ou moins



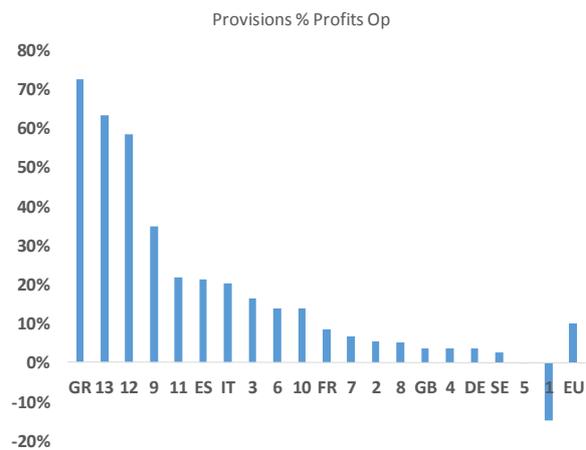
Les grandes banques italiennes se situent entre 4% (Mediobanca) et 24% (Monte Dei Paschi), Unicredit et Intesa se trouvant au milieu (9% et 11% respectivement.) Toutefois il est important de souligner que les NPL sont un stock et non un flux : ce qui compte n'est pas réellement que les NPL soient ou non au bilan (et la charge en capital qui leur est attachée est d'ailleurs très faible) mais leur impact sur le compte de résultat – le flux et non le stock. Les graphiques ci-dessous peignent une réalité très différente :

### Evolution des provisions en % du profit opérationnel



Source : EBA – moyenne mobile sur 4 trimestres

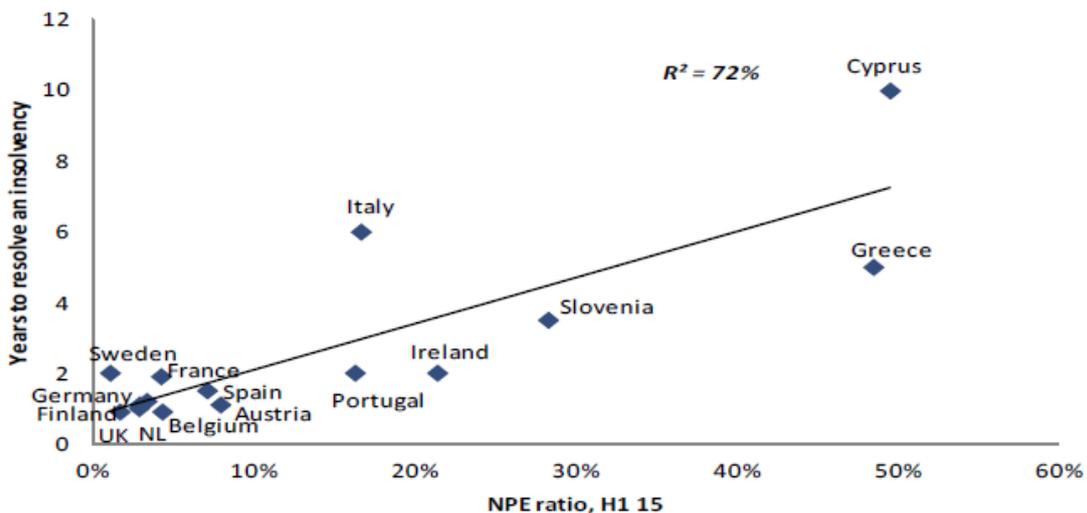
### Dispersion géographique



Source : EBA. L'EBA ne communique pas le nom des pays qui sont représentés par 3 banques ou moins

Sur cette métrique, plus importante selon nous, l'Italie n'apparaît plus comme isolée et affiche des provisions en ligne avec l'Espagne. L'analyse montre d'ailleurs que le principal déterminant du niveau de NPL en Europe est la durée des procédures judiciaires :

### Lien entre taux de NPL et durée des procédures de faillite



Source : Autonomous Research



C'est donc avant tout la nature des procédures suivies et la gouvernance de la gestion des portefeuilles de NPL qui sont importantes. La lettre envoyée par la BCE aux banques allait dans ce sens, puisqu'elle sollicitait précisément des informations sur la gestion des NPL. Comme l'a indiqué la BCE elle n'était qu'une démarche de routine, non limitée aux banques italiennes. Plus important encore, M. Draghi a explicitement confirmé, après s'en être entretenu avec Mme Nouy, que les NPL italiens étaient correctement provisionnés et n'entraîneraient pas de besoins nouveaux en capital. La BCE a également souligné à plusieurs reprises combien la réforme de la loi des faillites italiennes constituait un pas en avant très significatif dans l'accélération des procédures de recouvrement des NPL et donc l'amélioration de leur valorisation. Enfin, la création des bad banks récemment annoncée, même si la structure est loin d'être parfaite, témoigne de la volonté politique de favoriser le traitement des stocks de NPL sans impact sur le marché du crédit.

#### **V. Les taux négatifs ? Non, ils ne sont pas un sujet rédhibitoire pour les banques.**

Une autre explication fréquente tourne autour de taux négatifs et l'aplatissement de la courbe USD suite aux mouvements de marché qui pourraient ralentir la Fed dans ses velléités de hausse des taux et peser sur la profitabilité des banques.

Elle ne tient pas non plus vraiment la route :

- L'exposition des banques européennes à la courbe USD est très faible (les sensibilités sont publiées dans les rapports Pilier 3) – et on ne peut pas vraiment dire que la première hausse des taux ait été suivie d'un rebond massif ;
- L'environnement de taux bas en Europe est là depuis longtemps et devrait être durable. Les banques s'y adaptent. Le poids sur les marges d'intérêt n'est pas contestable, mais il peut être réduit par des couvertures ou une tarification adaptée. De même, les taux négatifs agissent comme une taxe à l'échelle du secteur européen via le mécanisme des réserves, mais les montants restent faibles à l'échelle de la profitabilité du secteur bancaire européen.

Compte tenu des plus grandes incertitudes qui pèsent sur la courbe USD (le chemin tracé par la BCE est plus clair) on pourrait penser que les banques US souffriraient plus de ce facteur – c'est le contraire qu'on observe.

#### **VI. Les problèmes structurels de profitabilité ? Ils existent mais ne sont pas nouveaux.**

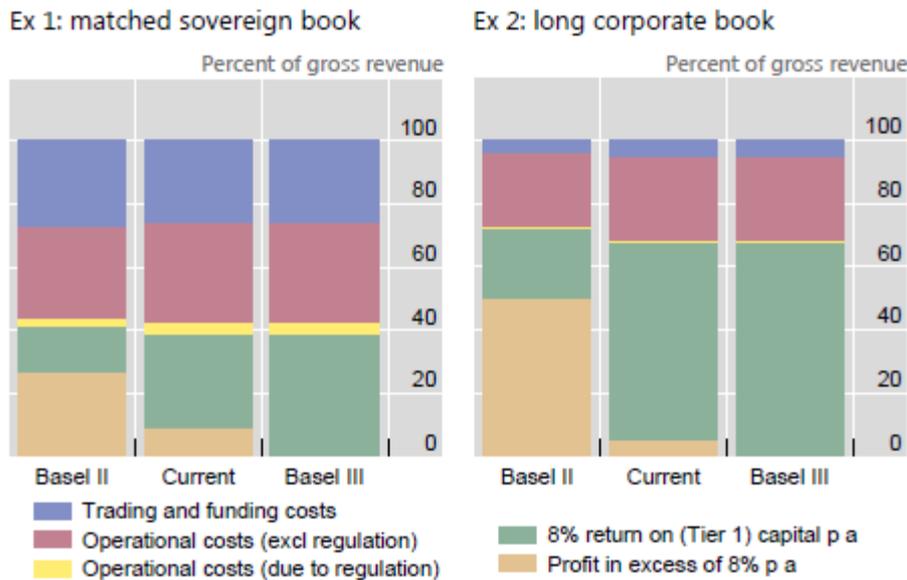
Les taux bas ne constituent qu'un des problèmes structurels auxquels font face les banques. L'environnement réglementaire en est un autre puisqu'il a :

- Fortement augmenté les exigences en fonds propres, donc diminué les ROE
- Largement réduit la profitabilité de certaines activités comme le *repo* en raison du ratio de levier
- Diminué la profitabilité de certaines activités via les règles de clearing, etc.
- Augmenté le coût de portage des portefeuilles liquides via les règles du LCR
- Etc.



L'analyse ci-dessous, faite par la BRI, fournit un excellent exemple des problèmes de rentabilité dans le *fixed income* avec deux situations « classiques » : un book de *govies* financé par repo et un book d'obligations *corporates*.

**Evolution de la profitabilité selon l'environnement réglementaire**



Source : BRI

Il est vrai que sur ce point, les banques US semblent mieux armées que les européennes, notamment parce qu'elles ont un bilan plus petit, des contraintes LCR plus aisées à remplir et un ratio de levier qu'elles appliquent depuis de nombreuses années. Mais, à nouveau, l'explication paraît peu satisfaisante. Outre que ces tendances sont de long terme et bien connues maintenant, il faut rappeler que d'autres activités, au contraire, ont été favorisées (gestion de portefeuille, prêts aux PME), que la pression concurrentielle s'est fortement réduite, que la digitalisation permet des baisses de coûts, et que, en moyenne, les banques ont réussi à maintenir des ROE de 8%/10% (une prime par rapport au taux sans risque d'autant plus élevée que celui-ci s'enfonce en territoire négatif).

**VII. Le risque réglementaire – Bâle 4 ? Rien de bien nouveau en janvier.**

Les profonds changements réglementaires survenus depuis la crise ne sont pas complètement achevés. Plusieurs sujets importants sont sur l'agenda du comité de Bâle et de l'EBA : risque souverain, *floors* sur les pondérations pour risque, revues du risque de marché et du risque opérationnel, etc. Toutes ces initiatives auront un impact sur les fonds propres bancaires et potentiellement sur la capacité de distribution de dividendes, avec des impacts sur les ratios de CET1 qu'on peut estimer entre +100bps et +500bps. L'impact sur le marché du crédit n'est pas non plus négligeable puisque le paiement des coupons sur les instruments hybrides est, depuis 2016, en vertu de la règle dite des « MDA », lié aux ratios de CET1.

Là aussi, les banques américaines disposent d'un léger avantage sur les banques européennes : la densité des RWA est plus élevée aux US et le risque opérationnel est mieux pris en compte.



Pourtant, une fois encore, l'explication paraît peu crédible : l'existence de ces changements est maintenant bien connue. La plupart des investisseurs ont encore du mal à mesurer ces impacts restent, mais rien n'a changé sur ce point. Au contraire, la rhétorique récente des régulateurs, aussi bien en provenance du Comité de Bâle que de la BCE, laisse à penser que ces nouvelles règles ne devront pas augmenter le besoin global en fonds propres. Les promesses n'engagent que ceux qui y croient et l'on n'est pas obligé de prendre ces déclarations pour argent comptant, mais il n'en reste pas moins que l'évolution récente sur ce front est plutôt positive – et certainement pas de nature à déclencher un krach.

### VIII. Le bail-in, cet animal bizarre ?

Les autorités portugaises ont certainement sous-estimé l'impact systémique de leur décision de transférer de manière purement arbitraire cinq obligations de la *good bank* Novo Banco vers la *bad bank* BES. Il ne fait aucun doute que la motivation de cette décision était purement politique - protéger les épargnants portugais au détriment des internationaux – et qu'elle a été prise en catastrophe quelques heures avant que la banque centrale portugaise ne perde, en faveur du mécanisme européen, l'autorité juridique d'effectuer ce transfert.

Le problème systémique ne vient évidemment pas de la perte de 2Mds€ (avant indemnisation éventuelle) qui aura été prise par des investisseurs comme Pimco ou Blackrock. Elle vient d'un problème de principe fondamentalement lié à la nature du bail-in : les protections instaurées par la BRRD en faveur des investisseurs (principalement le principe selon lequel aucun créancier ne recevra moins qu'en faillite) sont extrêmement flexibles et sujettes à l'arbitraire d'une modélisation financière. Le risque est donc que les investisseurs soient pris en otage d'une volonté politique, voire démagogue, de résoudre un problème structurel par l'utilisation de ces ressources que sont les obligations bancaires. Ce problème est devenu particulièrement aigu avec la tempête dans un verre d'eau des NPL italiens - cf. ci-dessous - et nous pensons qu'il explique une partie de la baisse non seulement du marché du crédit, mais aussi du marché actions puisque les actionnaires sont les premières victimes du *bail-in*.

Pourtant nous pensons que le marché a fortement sur-réagi à ce qui était une décision, certes inique et injustifiable, mais aussi exceptionnelle dans un contexte hors norme. Le "scandale" qui s'en est suivi (Pimco a par exemple annoncé qu'il boycotterait tous les actifs portugais) fera réfléchir à deux fois - au point que le gouvernement portugais a ensuite annoncé une indemnisation, sans doute partielle, des porteurs. Ensuite la BCE s'est explicitement distancée de cette décision. Enfin, et surtout, les Etats ont perdu la main sur ce sujet : depuis le 1er janvier 2016 c'est au *Single Resolution Board* qu'il appartiendra de prendre les décisions en matière de bail-in et on peut s'attendre à une approche plus harmonisée et rationnelle, plus éloignée des contraintes politiques domestiques. C'est d'ailleurs sans doute pour cette raison que les autorités grecques (NBG), italiennes (Banca delle Marche, etc.) et portugaises (Banif, Novo Banco) ont précipité des décisions de résolution avant la fin de l'année dernière.



## **IX. Les - étranges - MDA ? Risque ou opportunité ?**

Le 1er janvier 2016 voyait l'entrée en vigueur de la réglementation sur les « MDA », pour *Maximum Distributable Amounts*. De quoi s'agit-il ? La directive européenne (dite « CRDIV ») qui transpose Bâle 3 a introduit un seuil de déclenchement en-deçà duquel une banque peut être limitée dans sa capacité à distribuer des dividendes et des coupons sur ses titres Tier 1 (Bâle 2 comme AT1). Cette réglementation est donc essentielle pour valoriser les actions et les titres AT1.

Ce seuil est défini comme « *l'exigence globale de coussin de fonds propres* ». Cette terminologie a suscité de nombreux débats, dont certains ne sont pas clos aujourd'hui. Ils ont trait, pour l'essentiel, à trois questions :

1. Comment s'articulent les obligations au titre du pilier 2<sup>2</sup> et du MDA ?
2. Quels sont les coussins de capital qui figurent dans les obligations au titre du Pilier 2
3. Comment s'articulent les obligations au titre du pilier 1 – capital total, du pilier 2 et du MDA ;

Depuis deux ans, notre position, essentiellement juridique, n'a pas évolué, alors que les banques affichaient une communication franchement contradictoire. Nous considérons (i) que le seuil inclut les exigences au titre du Pilier 2, (ii) que seul le coussin de conservation du capital (2.5%) est inclus dans le Pilier 2 et (iii) qu'une banque doit d'abord respecter les obligations du pilier 1, y compris sur le capital total, avant de respecter le pilier 2. Il s'agit de la position la plus conservatrice et, selon nous, la seule permise par la directive. De nombreux investisseurs, encouragés par la communication de certaines banques et le silence de la BCE, pensaient qu'une position plus flexible s'imposerait.

Mais en décembre dernier, la BCE, sous la pression de l'EBA, a confirmé notre vision conservatrice sur les questions 1 et 2, ce qui a provoqué des inquiétudes du marché. La troisième question fait encore l'objet de discussions et d'un désaccord entre les banques. Ainsi, BNP ou Banco Popular Espanol ont communiqué une position contradictoire de la nôtre. Nous maintenons notre propre analyse de risque en fonction de notre conviction, mais il ne fait pas de doute que le marché est préoccupé par ces réglementations complexes et par une communication qui reste confuse. Cela a clairement pesé sur les valorisations – sans pour autant que le risque de non-paiement du coupon ait réellement changé ce qui offre, selon nous, des opportunités d'investissement importantes lorsque le risque est correctement mesuré.

---

<sup>2</sup> Les banques ont des obligations au titre de trois piliers. Le « pilier 1 » est un socle de capital minimal commun à toutes les banques. Le deuxième, le « pilier 2 » est une exigence supplémentaire individualisée fixée, pour chaque banque, par son régulateur en fonction du profil de risque. Enfin le pilier 3 est une exigence de transparence.

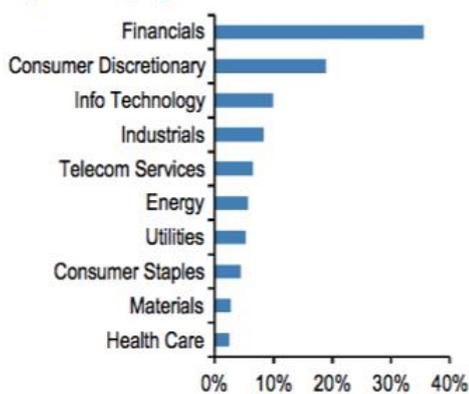
## X. En conclusion

Nous pouvons donc dégager les conclusions suivantes :

- **Sur les fondamentaux économiques** : la profitabilité n'a que peu bougé (les résultats Q4 sont d'ailleurs meilleurs que Q3) et la solvabilité n'est pas remise en cause par les stocks de NPL.
- **Sur la réglementation** : le marché a pâti d'une mauvaise décision sur Novo Banco et d'une communication hasardeuse sur le MDA. L'évolution reste favorable avec (i) le transfert des pouvoirs de résolution au *Single Resolution Board*, (ii) une clarification progressive sur le MDA et (iii) un possible assouplissement de Bâle 4.
- **Les flux restent orientés à la baisse** – il est naturellement très difficile de savoir jusqu'à quand. Le graphique ci-dessous résume à lui seul la performance du secteur bancaire européen.

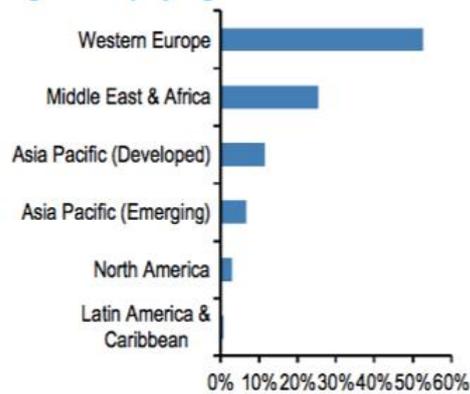
### Allocation des fonds souverains

Figure 3: Equity sector allocation of SWFs



Source: Bloomberg, J.P. Morgan.

Figure 4: Equity region allocation of SWFs



Source: Bloomberg, J.P. Morgan

Quelle stratégie adopter dans ce contexte ? Jeffrey Gundlach, le gérant star de DoubleLine disait hier « *La question n'est pas de savoir si je vais acheter d'énormes quantités de crédit, la question est de savoir quand, car il est clair comme de l'eau de roche que c'est la prochaine opportunité de marché.* » On ne peut qu'abonder en voyant le rendement des AT1 de banques aussi solides que Santander ou de BNP dépasser 10%, là où des émetteurs notés B de pays périphériques ont des rendements inférieurs à 5%. Les investisseurs qui ne sont pas contraints dans la gestion de leur liquidité et qui peuvent supporter un peu de volatilité ne devraient pas essayer d'attraper le point bas à tout prix et profiter de cette occasion pour acheter des obligations à prix très décotés. L'histoire récente de 2009 ou 2011 montre à quel point le rebond peut être rapide.

Dans ce contexte, nous ne pouvons que recommander l'achat de titres bancaires: la dette subordonnée, les hybrides en fonction de leur format et, de manière sélective, les actions.



### **AXIOM ALTERNATIVE INVESTMENTS**

Créée en 2006, Axiom Alternative Investments est une société de gestion indépendante, spécialiste des valeurs financières. La société gère aujourd'hui environ 500 millions d'euros à travers plusieurs stratégies (Actions, dettes subordonnées émises par les établissements financiers européens, obligations court terme, situations spéciales).

La société commercialise 5 fonds ouverts au public (Axiom Obligataire, Axiom Premium, Axiom 2018, Axiom Equity et Axiom Contingent Capital) et propose également des mandats de gestion et des fonds contractuels.

Axiom Alternative Investments est animée par une équipe de gestion constituée d'Adrian Paturle, Philip Hall, Laurent Surjon, Philippe Cazenave et Francois-Xavier Lenier, dirigée par David Benamou et Jérôme Legras. Elle associe l'expertise de gérants d'actifs et d'anciens banquiers d'investissement spécialistes des financements. Leurs compétences techniques et leur connaissance approfondie de la réglementation bancaire permettent de construire des stratégies d'investissements de long terme au sein de l'univers des valeurs financières.

Axiom Alternative Investments commercialise ses fonds auprès d'une clientèle institutionnelle, de Family Offices, et de particuliers au travers du Canal des CGPI (Conseillers en gestion de Patrimoine Indépendants).

