

Deutsche Bank suscite la nervosité des marchés, mais les fondamentaux des banques européennes sont solides



Monica DEFEND
Directrice de l'Amundi
Institute



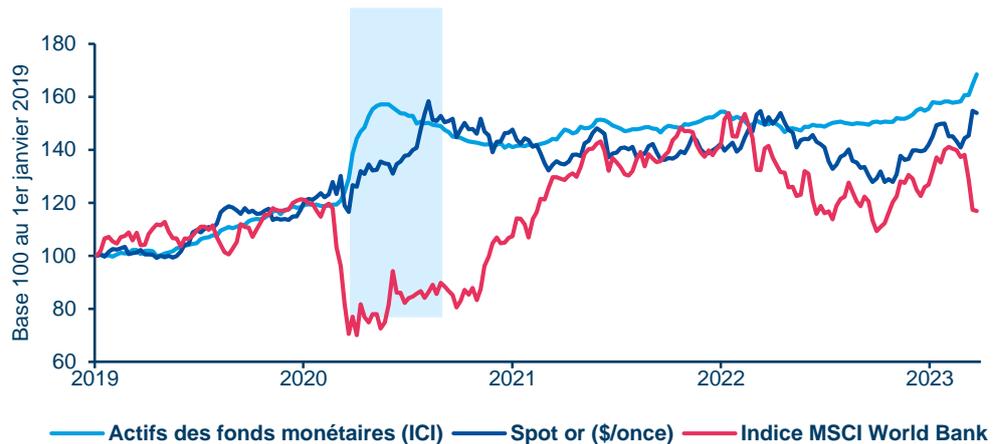
Vincent MORTIER
Directeur des Gestions du
Groupe



Matteo GERMANO
Directeur adjoint des
Gestions du Groupe

- **L'incertitude sur les marchés s'est poursuivie à la fin de la semaine dernière**, avec une volatilité accrue dans le secteur bancaire et une pression particulière sur Deutsche Bank. Pour tenter de calmer les marchés, Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne (BCE), a réaffirmé la solidité du secteur bancaire européen, tandis que le chancelier allemand Olaf Scholz a également déclaré que Deutsche Bank semblait rentable et qu'il n'y avait pas lieu de s'inquiéter.
- **Actuellement, les marchés semblent principalement motivés par les craintes croissantes de récession**, après un début d'année en fanfare et un excès d'optimisme. Cependant, nous constatons peu de changements en termes de fondamentaux par rapport aux semaines précédentes. Les valeurs bancaires ne sont pas les seules à être fortement touchées. Les valeurs liées à l'énergie et aux ressources de base, ainsi que les prix du pétrole, ont également été impactés. En revanche, les investisseurs se sont tournés vers l'or, les marchés monétaires et les obligations d'État, à la recherche de sécurité.
- **Bien que la croissance des obligations d'entreprises continue de diminuer, nous ne nous attendons pas à un resserrement du crédit en Europe.** Il est important de noter que les entreprises et les ménages européens n'ont pas un endettement excessif. Les banques européennes disposent de suffisamment de capitaux et de liquidités pour soutenir l'économie réelle. Nous pensons donc qu'elles continueront à accorder des prêts aux clients solvables.
- **Les fondamentaux des banques européennes sont solides et les banques, y compris Deutsche Bank, ont des niveaux de capitaux et de liquidité supérieurs aux exigences réglementaires.** Nous notons également que la BCE et d'autres banques centrales ont explicitement assuré qu'elles étaient prêtes à faire face à toute insuffisance de liquidités dans le système. En outre, tous les régulateurs européens ont assuré aux investisseurs bancaires qu'ils respecteraient la hiérarchie des fonds propres en cas de résolution ou de fusion, confirmant que l'épisode Credit Suisse était une exception. Au sein du secteur, nous continuons à privilégier les banques de détail ayant des dépôts stables et diversifiés, capables de générer des niveaux élevés de rentabilité et de couvrir le coût de leur capital. Dans un environnement de taux d'intérêt plus élevés, où le marché est plus exigeant en matière de business model des d'entreprise, la capacité à générer des bénéfices durables sera de plus en plus importante.
- **Dans ce contexte incertain, alors que les marchés réévaluent les perspectives économiques, nous réitérons la nécessité de maintenir une position d'investissement prudente.** Les investisseurs doivent adopter une approche équilibrée en privilégiant les obligations d'État, qui jouent à nouveau un rôle de diversification par rapport aux actions, et l'or. En ce qui concerne les actions, il est essentiel de privilégier la qualité dans le contexte actuel. Les actions de qualité sont celles de sociétés peu endettées ayant des bénéfices fiables et stables et des bilans solides. Les secteurs cycliques (tels que les banques, l'énergie et les matériaux de base) continueront probablement à être exposés à la faiblesse des perspectives économiques et resteront donc sous pression en l'absence de visibilité. Cela devrait créer des opportunités de retour sur les marchés plus tard dans l'année.

Les craintes sur les marchés incitent les investisseurs à se tourner vers les liquidités et l'or



Source : Amundi Institute sur Bloomberg, au 24 mars 2023.

Voyez-vous un risque de resserrement du crédit en Europe qui pourrait nuire aux perspectives économiques ?

« Nous constatons une poursuite de la baisse de la croissance du crédit, ce qui est cohérent avec le resserrement monétaire, mais pas de resserrement du crédit ».

Non. Nous constatons une poursuite de la baisse de la croissance du crédit, ce qui est cohérent avec le resserrement monétaire, mais pas de resserrement du crédit. La plupart des banques européennes disposent de suffisamment de capitaux et de liquidités pour soutenir l'économie réelle : Nous pensons qu'elles continueront à accorder des prêts à des clients solvables. Les banques européennes ne pâtissent pas d'actifs fragiles susceptibles de remettre en cause les niveaux de fonds propres ou de liquidités. **Celles qui subissent des baisses de prix des actifs ont toutes des niveaux de capitaux bien supérieurs aux exigences réglementaires.** En outre, les entreprises et les ménages européens ne sont pas lourdement endettés.

En ce qui concerne les implications macroéconomiques, nous avons déjà revu à la baisse nos prévisions de croissance du PIB pour la zone euro à la suite des déboires des banques américaines et de Credit Suisse, et nous **pensons que nos prévisions inférieures au consensus sont désormais suffisamment prudentes, même si les nouvelles pressions pesant sur Deutsche Bank se traduisent par une orientation à la baisse de la prise de risques.**

Dans le détail, nous avons maintenu notre prévision de croissance du PIB de la zone euro pour 2023 à 0,3 % (notamment parce que le premier trimestre sera probablement moins faible qu'initialement prévu, même s'il reste faible), mais nous avons réduit notre projection pour 2024 de 0,9 % à 0,7 % en raison d'une croissance plus modérée au second semestre 2023. Outre les tensions bancaires, l'économie de la zone euro est prise dans un étau entre les effets positifs de la baisse des prix de l'énergie et de la réouverture de l'économie chinoise et un début de récession aux États-Unis.

Nous avons également révisé nos perspectives d'inflation pour la zone euro : en moyenne, la baisse des prix de l'énergie, tant actuels qu'attendus selon notre scénario, entraînera en 2023 une inflation globale légèrement inférieure et légèrement « plus rapide » (avec des baisses dues aux effets de base entre le 1^{er} et le 2^e trimestre, et entre le 2^e et le 3^e trimestre). **Nos projections d'inflation pour 2024 restent globalement stables dans une fourchette supérieure à 2 %.** Il convient toutefois de noter que la fin de certaines des mesures spéciales liées à la crise énergétique mises en œuvre au niveau national peut provoquer un risque de révision à la hausse de nos prévisions en 2024 pour certains pays, comme l'a également mentionné la BCE.

En ce qui concerne la BCE, bien que les attentes du marché concernant le taux final soient très volatiles, nous continuons à penser que le taux maximal sera de 3,5 % (taux de dépôt).

« L'évolution du cours des actions a été volatile en raison des inquiétudes concernant les liquidités et les capitaux du secteur bancaire mondial à la suite des résolutions bancaires de SVB et de Credit Suisse, mais le secteur bancaire européen est solide dans l'ensemble ».

Nous avons constaté que Deutsche Bank subissait des pressions croissantes du marché : que se passe-t-il ?

La confiance du marché dans le secteur bancaire continue d'être ébranlée dans un contexte de resserrement monétaire des banques centrales et d'instabilité des banques régionales américaines. Le cours des actions a été volatil en raison des inquiétudes concernant les liquidités et les capitaux du secteur bancaire mondial à la suite des résolutions bancaires de SVB et de Credit Suisse. **En outre, en raison de l'augmentation des prévisions de récession au cours des derniers jours, l'attention s'est portée sur les risques liés à la qualité des actifs.** Le marché s'inquiète donc de savoir quelles banques en Europe pourraient présenter des vulnérabilités potentielles.

En ce qui concerne Deutsche Bank, la perception des investisseurs s'est récemment améliorée à l'égard du groupe à la suite d'une période d'aversion au risque ; le marché avait déjà exprimé quelques inquiétudes en 2016/2017 lorsque le positionnement de l'activité était plus faible. Toutefois, Deutsche Bank se trouve désormais sur une base fondamentalement plus solide après avoir restructuré avec succès ses activités et réglé des litiges hérités du passé. Malgré cela, le coût de l'assurance des obligations de la banque contre un défaut de paiement (spreads CDS) s'est récemment accru, ce qui a commencé à peser sur le cours de l'action.

Après Credit suisse, les actions de Deutsche Bank sous pression



Source : Amundi Institute sur Bloomberg, au 24 mars 2023.

Quelles sont les perspectives pour la banque et comment les régulateurs de l'Union européenne devraient-ils gérer la crise ?

« La BCE et d'autres banques centrales (BoE) ont explicitement assuré qu'elles étaient prêtes à faire face à tout manque de liquidités des banques européennes ».

Credit Suisse avait des problèmes de viabilité et de rentabilité, car il luttait pour redresser son positionnement de banque d'investissement. En outre, c'était l'une des banques dont les dépôts assurés étaient les plus faibles du secteur (environ 15 % du total). **La situation et la solidité de Deutsche Bank sont bien meilleures** : le groupe est rentable et ses liquidités sont très solides, avec un ratio prêts/dépôts de 78 % à la fin de l'année 2022 (contre 113 % pour Credit suisse) **et d'importantes réserves de liquidités**. En outre, nous nous attendons à ce que le groupe bénéficie d'une clientèle plus fidèle et plus diversifiée que Credit Suisse, car une plus grande proportion des dépôts de Deutsche Bank est couverte par des garanties gouvernementales.

En ce qui concerne le capital, le ratio CET1 du groupe était solide à 13,4 % au 22 décembre, tandis que les régulateurs ont approuvé les rachats, qui ne seraient pas autorisés s'ils n'étaient pas satisfaits des capitaux ou de la liquidité du groupe.

Deutsche Bank a effectivement remboursé 1,5 milliard d'euros de capital subordonné de Tier 2 le vendredi 24 mars, ce qui nécessitait l'approbation des autorités de régulation. Là encore, cette autorisation n'aurait pas été accordée si les régulateurs avaient émis des réserves sur le bilan de l'institution.

Certaines des dernières préoccupations du marché semblent se concentrer sur l'exposition de Deutsche Bank à l'immobilier commercial, qui est un point d'attention pour les perspectives globales. Le Groupe avait 33 milliards d'euros de prêts en immobilier commercial au sein de sa banque d'investissement en décembre 2022, ce qui représente environ 7 % du total des prêts ; dans ce cadre, l'immobilier commercial américain représente environ 16,8 milliards d'euros ou environ 35 % du capital

CET1 du Groupe, ce qui est largement en ligne avec le secteur. Bien qu'il soit possible que le Groupe doive constituer des provisions sur cette exposition à l'avenir, le montant devrait être facilement gérable et ne devrait pas avoir d'impact sur le capital.

En ce qui concerne les régulateurs de l'UE, la BCE et d'autres banques centrales (Banque d'Angleterre) ont explicitement assuré qu'elles étaient prêtes à faire face à tout manque de liquidités parmi les banques européennes. Tous les régulateurs européens ont assuré aux investisseurs des banques qu'ils respecteraient la hiérarchie des fonds propres en cas de résolution ou de fusion. À notre avis, cela permettra d'éviter la contagion du récent rachat de Credit suisse par UBS. Il est vrai, cependant, que le marché souhaiterait que le seuil de garantie gouvernementale de 100 000 euros en Europe soit considérablement relevé afin de donner plus d'assurance en matière de liquidité. De même, une nouvelle action coordonnée des banques centrales mondiales pour soutenir la garantie des dépôts et le financement améliorerait la confiance des investisseurs et calmerait les marchés.

Quel pourrait être l'effet de contagion sur le secteur bancaire et voyez-vous d'autres points de vulnérabilité ?

« Les mouvements du marché suggèrent clairement non seulement un changement d'attitude à l'égard du secteur bancaire, mais aussi une réévaluation du risque de récession par les marchés boursiers ».

La faillite de la Silicon Valley Bank a été le premier impact dans l'économie réelle de l'inversion de la courbe des taux et les semaines suivantes ont mis en évidence d'autres signes de stress causés par la hausse rapide des taux. L'inversion de la courbe et les taux élevés créent en effet des problèmes pour les « carry trades », c'est-à-dire l'investissement dans des titres à long terme et à haut rendement et leur financement par des titres à court terme. Il s'agit d'un risque connu pour les marchés, mais que certains investisseurs en actions ont commencé à écarter au fil du temps, sans qu'aucun problème n'apparaisse.

En ce qui concerne le secteur bancaire, la persistance des turbulences dans le système est susceptible d'accroître la concurrence pour les dépôts de haute qualité et d'augmenter les coûts de financement, ce qui pèsera sur les marges d'intérêt nettes et les bénéfices. Cependant, les mouvements du marché suggèrent clairement non seulement un changement de perception des investisseurs concernant le secteur bancaire, mais aussi une réévaluation du risque de récession par les marchés boursiers. Les banques ne sont pas le seul secteur du marché à avoir été fortement touché : les **valeurs liées à l'énergie et aux matériaux de base, ainsi que les prix du pétrole, ont également été fortement affectés. Cette réévaluation des risques de récession s'est produite après une période au cours de laquelle de nombreux acteurs du marché s'étaient positionnés pour un scénario « sans atterrissage », c'est-à-dire que l'augmentation des taux aurait peu d'impact négatif sur l'économie.**

Néanmoins, les risques systémiques ne devraient pas constituer l'hypothèse de base et les marchés n'évaluent pas un événement systémique. Les marchés sont toujours légèrement positifs depuis le début de l'année et passent simplement de l'évaluation d'un scénario « sans » atterrissage/récession à celui « avec ». Comme toujours avec les marchés boursiers, le point de départ est très important. **Nous considérons que cette dynamique de prix est plus conforme aux fondamentaux que les prix excessivement optimistes de la mi-février.**

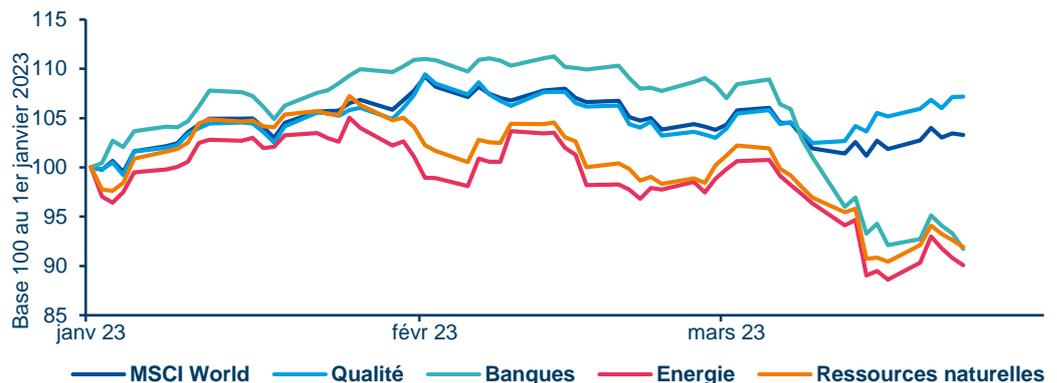
Quelles pourraient être les meilleures stratégies à mettre en œuvre pour chercher à protéger les portefeuilles de la volatilité actuelle des marchés ?

« **Il est important de garder à l'esprit que peu de choses ont changé en termes de fondamentaux au cours des dernières semaines** ».

Les marchés sont confrontés à un choc de confiance et non à un choc de crédit. Bien que la perception négative des investisseurs puisse avoir un fort impact, en particulier dans les secteurs où la confiance des clients et des investisseurs est aussi importante que celle des banques, **peu de choses ont changé en termes de fondamentaux au cours des dernières semaines**. Le seul changement est que, sur les marges, nous devrions nous attendre à un resserrement des conditions de crédit et, par conséquent, à un coût du capital plus élevé et à une activité économique plus faible. Toutefois, ce n'est pas nouveau, car il s'agit d'un retour à la prévision initiale de ralentissement économique faite au second semestre de 2022, qui avait été intégrée dans les cours mais ensuite en partie éliminée. **Cela pourrait signifier qu'après un retour au calme sur les marchés, les actions se trouveront dans une meilleure position qu'avant les turbulences**. Toutefois, tant que nous n'aurons pas plus de visibilité sur l'ampleur du ralentissement économique et des bénéfices, ainsi que sur les problèmes potentiels liés à la perception des investisseurs au sujet d'autres banques, nous pourrions continuer à assister à une forte volatilité et la prudence est de mise pour l'instant.

Dans les portefeuilles d'actions, le principal mécanisme de protection consiste, selon nous, à privilégier la qualité, c'est-à-dire les actions de sociétés faiblement endettées avec des bénéfices fiables et stables, etc. **Dans l'environnement actuel, il est essentiel que le portefeuille détienne des actions de qualité dans tous les secteurs**. En outre, certains secteurs cycliques, très exposés à une récession comme les banques, l'énergie et les matériaux de base, devraient continuer à être volatils en l'absence de visibilité. **Dans le secteur bancaire, nous continuons à privilégier les banques de détail qui disposent de dépôts stables et diversifiés, qui sont capables de générer des niveaux élevés de rentabilité et de couvrir leur coût du capital**. Dans un environnement de taux d'intérêt plus élevés, où le marché est plus exigeant en matière de business model des entreprises, la capacité à générer des bénéfices durables gagnera en importance.

La qualité en ligne de mire alors que les marchés réévaluent les risques de récession



Source : Amundi Institute sur Bloomberg, au 24 mars 2023.

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. L'Amundi Institute regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi

[Découvrir Amundi Institute](#)



Définitions

- **AT1** : les instruments de fonds propres additionnels de catégorie 1 sont continus/perpétuels, en ce sens qu'ils n'ont pas d'échéance fixe, y compris les actions privilégiées et les titres convertibles à haut degré de contingence. Les titres convertibles contingents (souvent appelés CoCos) sont une composante majeure de l'AT1 et leur structure est façonnée par leur objectif principal, qui est de constituer une source de capital facilement disponible pour une entreprise en temps de crise.
- **Ratio de fonds propres de catégorie 1 (CET1)** : le CET1 comprend les fonds propres de base d'une banque et inclut les actions ordinaires, les excédents d'actions résultant de l'émission d'actions ordinaires, les bénéfices non distribués, les actions ordinaires émises par les filiales et détenues par des tiers, et le cumul des autres éléments du résultat global (AOCI).
- **Points de base (pb)** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Swap de défaut de crédit (CDS)** : un swap de défaut de crédit (CDS) est un accord de swap financier selon lequel le vendeur du CDS dédommagera l'acheteur en cas de défaillance d'un prêt ou d'un autre événement de crédit.
- **Spread de crédit** : il s'agit de l'écart entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement du Trésor. L'écart ajusté en fonction des options est une mesure de l'écart ajusté pour tenir compte d'éventuelles options intégrées.
- **Secteurs cycliques et secteurs défensifs** : les entreprises cycliques sont des entreprises dont les bénéfices et le cours des actions sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les actions défensives sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques sont la consommation discrétionnaire, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux, tandis que les secteurs défensifs sont la consommation de base, l'énergie, les soins de santé, les services de télécommunications et les services publics.
- **Bénéfice par action (BPA)** : il s'agit du bénéfice d'une entreprise divisé par le nombre d'actions ordinaires en circulation. Le résultat obtenu est un indicateur de la rentabilité de l'entreprise.
- **Spread ajusté à l'option** : il s'agit de la mesure de l'écart entre le taux d'un titre à revenu fixe et le taux de rendement sans risque, qui est ajusté pour tenir compte d'une option incorporée.
- **Investissement de qualité** : il vise à capturer les performances des actions de croissance de qualité en identifiant les actions ayant un rendement élevé des capitaux propres, une croissance stable des bénéfices d'une année sur l'autre et un faible taux d'endettement.
- **Spread** : La différence entre deux prix ou deux taux d'intérêt.
- **Taux terminal** : le taux terminal est défini comme le point culminant où le taux d'intérêt de référence (le taux des fonds fédéraux) s'arrêtera avant que la banque centrale ne commence à le réduire.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 27 mars 2023. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation. Date de première utilisation : 27 mars 2023.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Rédacteurs en chef

Monica DEFEND

Directrice de l'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des Gestions du Groupe

Matteo GERMANO

Directeur adjoint des Gestions du Groupe