

Les arguments en faveur des valeurs financières européennes

24 mars 2020 - Mise à jour de la publication initiale.

Les banques européennes opèrent dans un environnement de taux négatifs depuis un certain temps maintenant. Les perspectives des banques européennes détenues dans les stratégies actions gérées par Harris Associates se sont dégradées du fait de l'impact du coronavirus sur l'économie mondiale. Même si nous ne sommes pas des experts du coronavirus, nous disposons d'une équipe solide, expérimentée, et aguerrie à la valorisation des entreprises. Cette approche rigoureuse nous permet d'identifier les opportunités en temps de crise et de volatilité accrue. Nous continuons de penser que nous sommes exposés aux banques les plus solides du secteur, notamment BNP Paribas, Credit Suisse Group, Intesa Sanpaolo, Lloyds Banking Group et Royal Bank of Scotland (RBS). Ces établissements sont en effet bien capitalisés et bénéficient de coussins de sécurité grâce à leur rentabilité élevée.

Impact sur la valeur intrinsèque

Nous sommes constamment en train de tester la résistance de nos hypothèses afin de déterminer la sensibilité aux taux d'intérêt et aux conditions économiques des banques que nous détenons. Afin de tenir compte du ralentissement de la croissance économique et de la baisse des taux directeurs des banques centrales, nous procédons actuellement à trois ajustements clés:

1. Réduction des revenus liés aux taux d'intérêts
2. Ralentissement de la croissance des prêts
3. Augmentation des coûts de crédit

Taux d'intérêt

Nous pensons que le coronavirus aura un impact sur les revenus provisoires à mesure que les gouvernements adopteront des politiques d'austérité. Les taux directeurs toujours plus bas devraient selon nous perdurer à court terme. Notre scénario central prévoit que les taux resteront très bas au cours des deux prochaines années avec un possible retour en 2022 vers les niveaux d'avant-crise.

En raison de la persistance de taux d'intérêt très faibles au cours des deux prochaines années, nous avons réduit nos estimations de " juste valeur " de quelques points de pourcentage. Dans un scénario de taux faibles à long terme, dans lequel ces niveaux de taux récemment abaissés seront maintenus pendant les quatre ou cinq prochaines années, nos estimations de " juste valeur " pourraient être de nouveau révisées à la baisse d'environ 5 %. Gardons à l'esprit que ces estimations n'intègrent aucune mesure compensatoire qui serait prise par les directions des banques. De telles mesures pourraient prendre la forme de réduction de coûts, de développement d'activités génératrices de commissions, ou d'une rationalisation des banques de taille plus modeste, scénario que nous considérons comme peu probable.

HARRIS ASSOCIATES

La société gère des stratégies actions américaines et internationales. Elle utilise un processus propriétaire de recherche fondamentale approfondie. Ce processus vise à identifier les sociétés qui se négocient avec une décote significative par rapport à leur valeur intrinsèque telle qu'estimée par les gérants. Son équipe de gestion aguerrie, sa philosophie d'investissement cohérente et systématique, son processus reproductible et fondamental, et son horizon d'investissement à long terme constituent le fondement de sa gestion de conviction.

HARRIS ASSOCIATES L.P.
Une société affiliée à Natixis Investment Managers. Société de gestion enregistrée auprès de la Securities and Exchange Commission américaine (IARD n° 106960) et bénéficiant d'une licence de prestataire de services de gestion d'investissement aux États-Unis. 111 S. Wacker Drive # 4600 Chicago, IL 60606, USA.
www.harrisassoc.com

Les mesures prises par les banques présentes en portefeuilles leur ont permis de dégager un surcroît de rentabilité. On trouve parmi ces mesures de judicieuses réductions de coûts, des investissements dans le numérique, et un repositionnement de leur combinaison d'actifs en faveur d'une plus grande qualité.

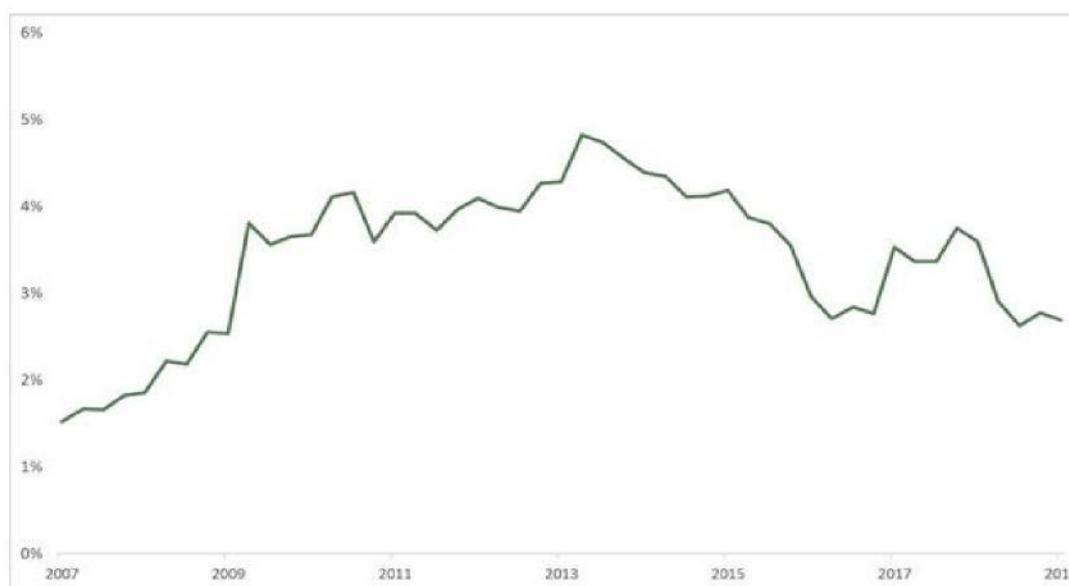
Par exemple, nous avons investi dans les établissements dirigés par Antonio Horta-Osorio depuis son passage chez Banco Santander. Convaincus par les solides références de Horta-Osorio dans les domaines opérationnels et d'allocation de capital, nous avons ainsi initié une position sur Lloyds, le leader de la banque de détail au Royaume-Uni, après son arrivée en décembre 2011. Sous sa direction, Lloyds a amélioré au cours des huit dernières années son ratio de rentabilité des capitaux propres (ratio "*Return On average Tangible common shareholders' Equity*") en réduisant ses coûts d'exploitation et de crédit, ce qui a plus que compensé l'impact préjudiciable des taux d'intérêt bas.

Qualité des actifs

Nous pensons que les banques européennes sont dans une bien meilleure position aujourd'hui pour affronter une éventuelle crise du crédit qu'elles ne l'étaient au cours des cycles précédents. Des normes de souscription de prêts plus strictes, des niveaux exigés de fonds propres plus élevés, le ralentissement de la croissance du crédit, et l'absence de tout signe évident de bulle immobilière (qu'il s'agisse du marché résidentiel ou commercial) sont autant d'éléments contribuant à ces positions relativement solides.

Les gouvernements européens ont fait preuve de beaucoup de proactivité pour soutenir les petites et moyennes entreprises ainsi que les secteurs les plus exposés au coronavirus, comme les compagnies aériennes ou les hôtels. À l'avenir, nous anticipons une augmentation des créances douteuses (prêts non productifs) et des faillites d'entreprises clientes des banques européennes. Dans l'ensemble, nous modélisons désormais une progression de plus de 10 % du stock des créances douteuses et des coûts de crédit sur chacun des deux prochains exercices (2020 et 2021). Nous considérons que les banques détenues en portefeuilles disposent d'encours de prêts solides et de niveaux élevés de rentabilité sous-jacente. Pour cette raison, nous ne pensons pas que ces ajustements de court terme auront un impact significatif sur nos valorisations.

Graphique 1 : ratio de créances douteuses des banques européennes



Au 31/12/2019

Source : Banque centrale européenne

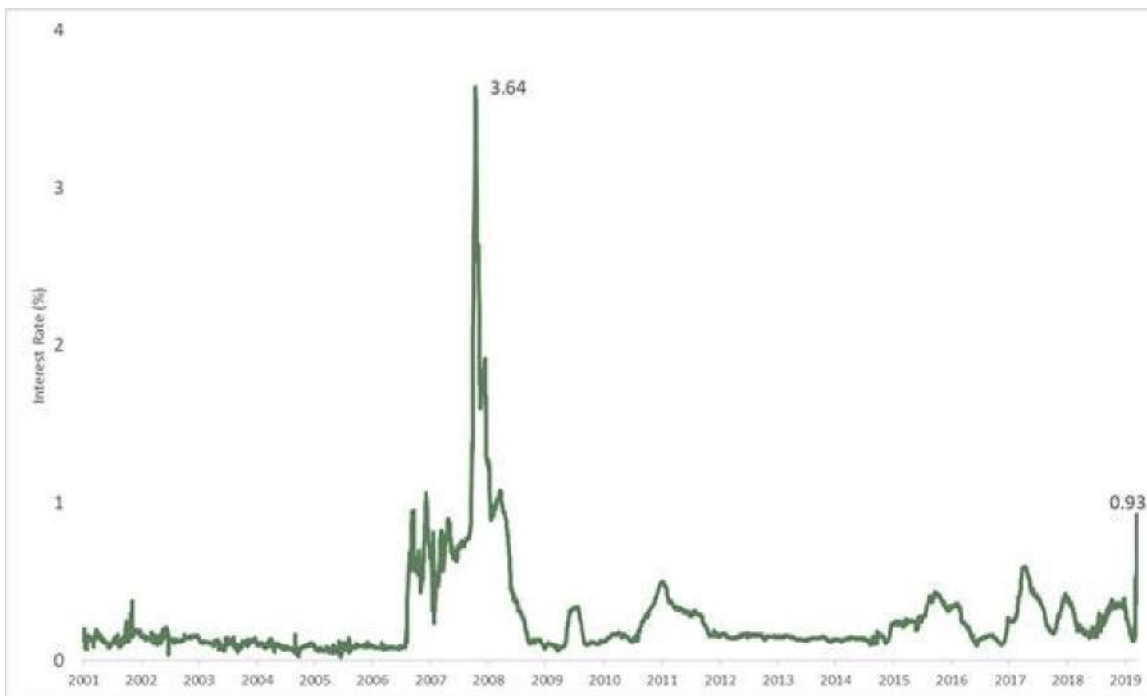
Liquidité

La Banque centrale européenne (BCE) prend les mesures nécessaires pour assurer la liquidité du système bancaire. Dans le but d'éliminer les risques de liquidité, la BCE a réintroduit les LTRO, des prêts bon marché accordés aux banques qui avaient été utilisés pour la première fois en 2011 afin d'éliminer les tensions potentielles de liquidité en zone euro.

Lors de la première enchère de LTRO organisée cette semaine, 109 milliards d'euros ont été levés par 110 banques. Nous pensons que ce dispositif constituera une protection efficace pour les banques à mesure que les conditions de financement se détérioreront. Nous suivons de près les spreads Libor trois mois vs OIS.

Alors qu'ils se sont écartés la semaine dernière, ces spreads demeurent encore très éloignés des sommets atteints lors de la crise financière mondiale.

Graphique 2 : spread LIBOR USD 3 mois - OIS



Au 18 mars 2020
 Source : Bloomberg

Nous considérons que les mesures prises par les gouvernements pour fournir de la liquidité constituent la bonne ligne de conduite. Mais nous sommes également rassurés par l'amélioration significative de la liquidité bancaire associée à une moindre dépendance à des sources plus risquées de financement *wholesale*.

Autonomous1, société de recherche indépendante spécialisée sur les institutions financières, estime que le ratio agrégé de prêts sur dépôts des banques européennes est passé de 125 % en 2008 à moins de 100 % aujourd'hui.

En outre, nous pensons que les banques détenues en portefeuilles présentent un risque de liquidité inférieur à la moyenne grâce à leur solide position concurrentielle et à leurs meilleurs modèles économiques.

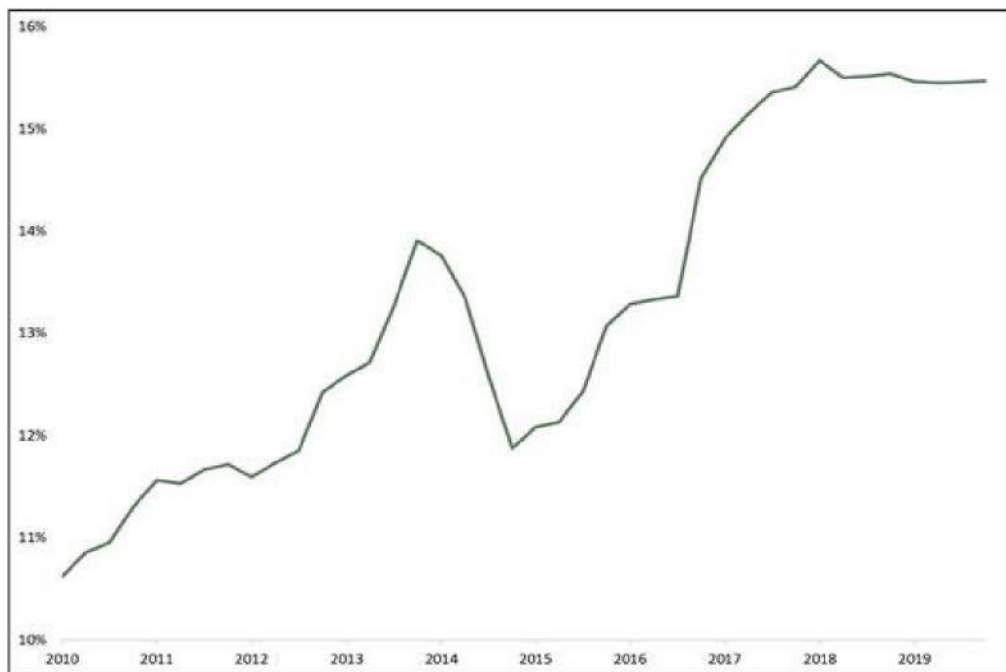
Capital

Lorsque les grandes banques internationales ont été frappées par la crise financière mondiale en 2008, elles n'étaient pas préparées à la situation : leur ratio en capital CET1 comparable n'était que de 3,8 % en 2007 contre 13,4 % à fin 2019.

Aujourd'hui, les niveaux de fonds propres sont effectivement 3,5 fois plus élevés qu'avant le début de la crise financière de 2008. Et plusieurs des banques que nous détenons bénéficient soit de niveaux de fonds propres plus élevés, soit d'un modèle économique moins risqué/plus diversifié que la moyenne.

Même si les réglementations et les exigences en capital se sont durcies au cours de la dernière décennie, la Banque Centrale Européenne et celle du Royaume-Uni sont en train d'abaisser ces coussins de sécurité contracycliques dans le but de soutenir l'économie. La Banque d'Angleterre (BoE) a ainsi récemment annoncé une diminution des exigences en capital pour RBS et Lloyds, deux établissements qui resteront dans les faits largement surcapitalisés.

Graphique 3 : ratio en capital " Core Tier 1 " des banques européennes



Au 31/12/2019

Source : Banque centrale européenne

Compte tenu de la propagation du virus sur le territoire italien, et sur la base des informations actuellement disponibles, Intesa devrait être la banque la plus touchée par l'épidémie.

Cependant, Intesa dispose d'un coussin de fonds propres d'environ 460 pb par rapport aux exigences en capital. Cette banque est donc bien armée pour gérer une éventuelle envolée des coûts de crédit.

Graphique 4 : niveaux de fonds propres des banques européennes

As of March 17, 2020	2007 Core Tier 1 Ratio	2019 Core Tier 1 Ratio
BNP Paribas	7.3%	12.4%
RBS	7.3%	16.2%
Lloyds	8.1%	13.8%
Intesa Sanpaolo	5.9%	14.1%
Credit Suisse	11.1%	12.7%

Source : Harris Associates

Un écart de valorisation qui se creuse

Comme c'est souvent le cas en pareilles circonstances, les cours des titres des banques que nous détenons ont chuté d'environ 45 % au cours du dernier mois. Nous pensons qu'un écart significatif de valorisation est train de se creuser.

Lorsque cela se produit, vous pouvez vous attendre à ce que nous achetions des sociétés assorties du plus grand potentiel de rebond vers leur valeur intrinsèque, ce qui a essentiellement pour effet de réduire le risque de notre portefeuille.

Graphique 5 : actualisation des valorisations de nos positions dans des sociétés financières

As of March 17, 2020	Stock Price Total Return QTD	Price to Tangible Book Value FY1	Price to Earnings Ratio FY1	Dividend Yield 2020E
BNP Paribas (€)	-45%	0.4x	5.5x	10.6%
RBS (£)	-45%	0.5x	9.2x*	9.1%
Lloyds (£)	-43%	0.7x	5.5x	10.0%
Credit Suisse (CHF)	-48%	0.4x	4.0x	4.6%
Intesa Sanpaolo (€)	-38%	0.5x	5.6x	12.6%

Source : estimations Harris Associates. *RBS : ratio cours/bénéfices (P/E) ajusté des éléments exceptionnels.

Lorsque l'incertitude commencera à décliner dans le temps, nous pensons que les valeurs financières européennes pourront générer de solides performances pour nos actionnaires.

Nous vous remercions de votre confiance et de votre patience.

David G. Herro, CFA,
Associé et Directeur des Investissements - Actions internationales

Jason E. Long, CFA,
Associé et Gérant de Portefeuille

Justin D. Hance, CFA,
Associé et Gérant de Portefeuille

1. Autonomous Research. (2020). European Banks - What's Priced In.

Investir dans des titres étrangers présente des risques qui dans certains cas peuvent être plus élevés que ceux des investissements américains. Ces risques comprennent : fluctuations des taux de change ; réglementation différente, normes comptables, pratiques commerciales et niveaux d'informations disponibles ; coûts de transaction généralement plus élevés ; et risques politiques.

Investir dans des titres value présente le risque que ces actions soient délaissées par les investisseurs et qu'elles sous-performent les valeurs de croissance pendant certaines périodes.

Les informations, données, analyses et opinions présentées dans ce document (y compris les thèmes d'investissement actuels, la recherche et le processus d'investissement des gérants de portefeuille, et les caractéristiques des portefeuilles) sont fournies à titre purement indicatif et représentent les vues et les investissements des gérants de portefeuille et d'Harris Associates L.P. à la date de rédaction.

Elles sont soumises à modification et peuvent changer sans préavis en fonction de la conjoncture de marché et d'autres conditions. Cet article ne constitue pas une recommandation ni une offre d'achat ou de vente d'un titre. Aucune garantie n'est donnée quant à son exactitude, sa complétude ou sa précision. Certains commentaires ci-dessus s'appuient sur des anticipations actuelles et sont considérés comme des "vues prospectives".

Ces vues prospectives reflètent les hypothèses et les analyses menées par les gérants de portefeuille et Harris Associates L.P. sur la base de leur expérience et de leur perception des tendances historiques, des conditions actuelles, des évolutions futures attendues, ainsi que d'autres facteurs qu'ils estiment pertinents.

Les résultats futurs réels sont tributaires d'un certain nombre d'investissements et d'autres risques, et peuvent s'avérer différents des anticipations. Les lecteurs sont priés de ne pas accorder une confiance aveugle aux vues prospectives exprimées.

Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.