

17 mars 2023

La cruche et l'eau

Points de vue Burkhard Varnholt CIO Credit Suisse (Schweiz) AG

1. Effondrement de la SVB:
ce qu'il cache
2. «Mauvaises ou bonnes nouvelles»?
Ce qui fait bouger les marchés
3. L'économie mondiale: plus résistante
qu'il n'y paraît

Le week-end dernier, alors qu'Hollywood décernait les Oscars, la Réserve fédérale américaine (Fed) a protégé d'un incendie généralisé tous les déposants de la Silicon Valley Bank (SVB) en feu, ainsi que les contribuables et les tiers non impliqués. Cette action de sauvetage spectaculaire aurait mérité des Oscars pour le meilleur scénario, la meilleure mise en scène, ainsi que les meilleurs acteurs dans un rôle principal et secondaire. Néanmoins, la tempête s'est étendue de la Californie à l'autre extrémité du monde. La SVB, très peu surveillée et dont les fonds propres ont été perdus suite à une honteuse spéculation, n'est pourtant en rien comparable aux banques universelles réglementées. L'intervention de la Fed, qui fait bouger les marchés et agite les médias, éveille chez les investisseurs l'espoir de voir les relèvements de taux cesser prochainement. Les marchés sont si contradictoires. Une fois de plus, les «mauvaises nouvelles» pourraient-elles un jour se transformer en «bonnes nouvelles»?

1. Effondrement de la SVB: ce qu'il cache

La hausse des taux d'intérêt met également les mauvaises décisions des jours d'insouciance sous les feux de la rampe. C'est ce qu'il s'est produit dans le cas de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB), lequel n'est imputable ni à une situation d'urgence, ni à une récession. C'est un phénomène inhabituel, car la plupart des crises bancaires résultent de pertes de crédit. Mais la SVB n'avait pas accordé beaucoup de prêts ni essuyé de pertes particulièrement importantes les concernant. Toutefois, la direction a spéculé sur la baisse des taux d'intérêt en utilisant les actifs de la banque, surestimant honteusement ses capacités. Et lorsque les pertes non réalisées découlant de cette opération ont dépassé la valeur des fonds propres, les événements se sont précipités. Pour éviter des réactions en chaîne dans le système financier et l'économie, la Fed a fait usage d'armes efficaces dans le cadre d'une intervention menée avec maestria. Alors qu'aux États-Unis, les dépôts bénéficient d'une garantie à hauteur de 250 000 dollars, elle a décidé d'étendre cette garantie à l'ensemble des fonds des clients. En parallèle, elle a mis en place une nouvelle facilité de financement d'un an pour toutes les banques actives aux États-Unis, au titre de pare-feu supplémentaire.¹ Les répercussions de ce sauvetage spectaculaire sont maintenant ressenties par vagues à travers le monde, mais de manière ordonnée.

¹ Conseil de la Réserve fédérale: communiqué de presse (12.03.2023)

Qu'est-ce que la SVB?

Disons-le d'emblée: l'effondrement de la SVB n'est absolument pas représentatif des banques américaines réglementées. Premièrement, cet établissement n'était pas soumis à certaines dispositions capitales de la réglementation bancaire. Deuxièmement, en tant qu'institution financière, elle constitue une exception à bien des égards. En effet, son nom est à lui seul tout un programme: la SVB a grandement profité d'apports de capitaux provenant de fonds de capital-risque et de start-up. Pendant les années «tech» fastes de la Silicon Valley, les dépôts non garantis de ses clients ont augmenté presque dix fois plus vite que la moyenne dans le secteur.

Normalement, les banques doivent calibrer avec précision les échéances de leur actif et de leur passif et en rendre compte à tout moment. Mais le bilan de la SVB s'est détérioré et n'était guère surveillé. C'est bien là le problème, car personne n'a remarqué quoi que ce soit durant la période de baisse des taux d'intérêt. La banque se finançait à hauteur de 90% par des dépôts à vue pouvant être retirés à tout moment par les clients et investissait ces fonds dans des obligations d'État à long terme. En d'autres termes, la direction a spéculé de manière presque criminelle sur la baisse des taux d'intérêt avec l'argent de ses clients alors que la Fed relevait ses taux. Cela rappelle l'effondrement tout aussi spectaculaire du comté d'Orange en Californie en 1994.

Il est particulièrement inconcevable que la SVB ait pu passer sous les radars des autorités de surveillance et qu'elle n'ait même pas été soumise aux normes de Bâle sur les fonds propres, pourtant en vigueur dans le monde entier. La raison? En 2019, sous la pression de lobbies, le gouvernement de Donald Trump a levé la surveillance des banques régionales de petite et de moyenne taille. Aujourd'hui, cette mesure a deux répercussions: un effondrement qui aurait pu être évité et qui donne une image peu glorieuse de la surveillance des marchés financiers, mais aussi les dommages collatéraux subis par d'autres banques régionales (voir le graphique 2).

En considérant la situation d'une manière positive, nous constatons que cette tempête met en évidence la nécessité d'une forte surveillance bancaire, bien que celle-ci soit parfois désagréable. Le président de la Fed, Jerome Powell, a annoncé qu'il ferait le point sur la situation d'ici au 1er mai: «Nous devons examiner avec soin et humilité comment cela a pu se produire et quelles leçons nous pouvons en tirer», a déclaré le vice-président de la supervision Michael Barr lors d'une conférence de presse.

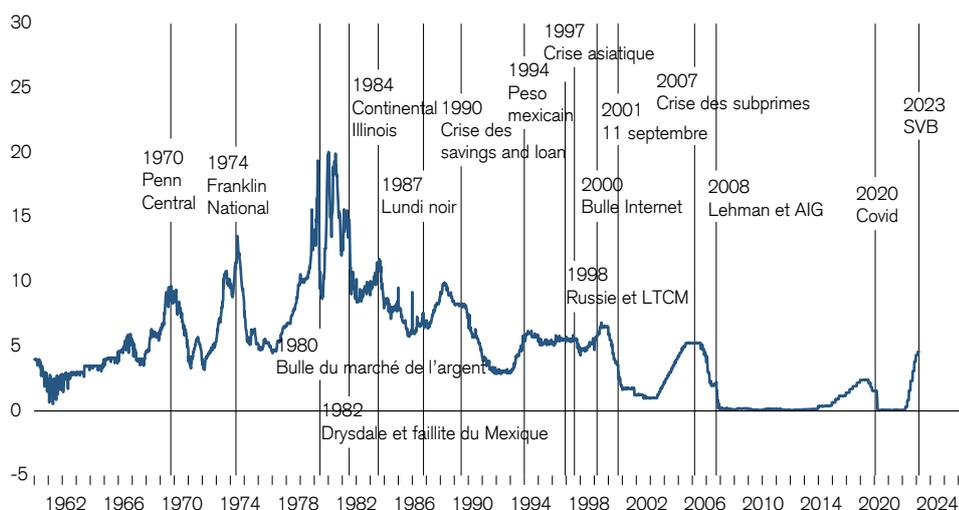
Il devrait moins s'agir d'un durcissement que d'une application plus rigoureuse des règles existantes (qui ont démontré leur bien-fondé jusqu'à présent). Et il se pourrait que les entreprises financières non bancaires soient elles aussi réglementées à l'avenir. À titre d'exemple, rappelons que les caisses de pension britanniques ont failli s'effondrer en octobre dernier, lorsque la Première ministre, Liz Truss, a déclenché un choc des taux d'intérêt avec son budget controversé. À l'époque également, seule la Banque d'Angleterre avait pu éviter le pire. Mais la leçon tirée alors était similaire à celle d'aujourd'hui: les plus grands risques systémiques du secteur financier ne résident probablement pas dans le domaine réglementé, mais dans celui qui ne l'est pas.

La cruche et l'eau

«Tant va la cruche à l'eau qu'à la fin elle se casse», ce proverbe peut s'appliquer à la récente période de hausse des taux d'intérêt. La Fed a toujours su que le durcissement de sa politique augmentait le risque qu'une «cruche se brise» un jour. Or, il semble que ce soit précisément le cas de la SVB. Le lien entre une politique monétaire restrictive et les crises financières n'est pas nouveau. Le graphique 1 montre comment la plupart de ces crises ont suivi des phases de hausse des taux depuis 1960.

Graphique 1: La plupart des crises financières ont suivi des phases de hausse des taux d'intérêt

Taux directeur américain en % et crises financières



Dernières données au: 08.03.2023

Sources: Conseil de la Réserve fédérale, Yardeni Research

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

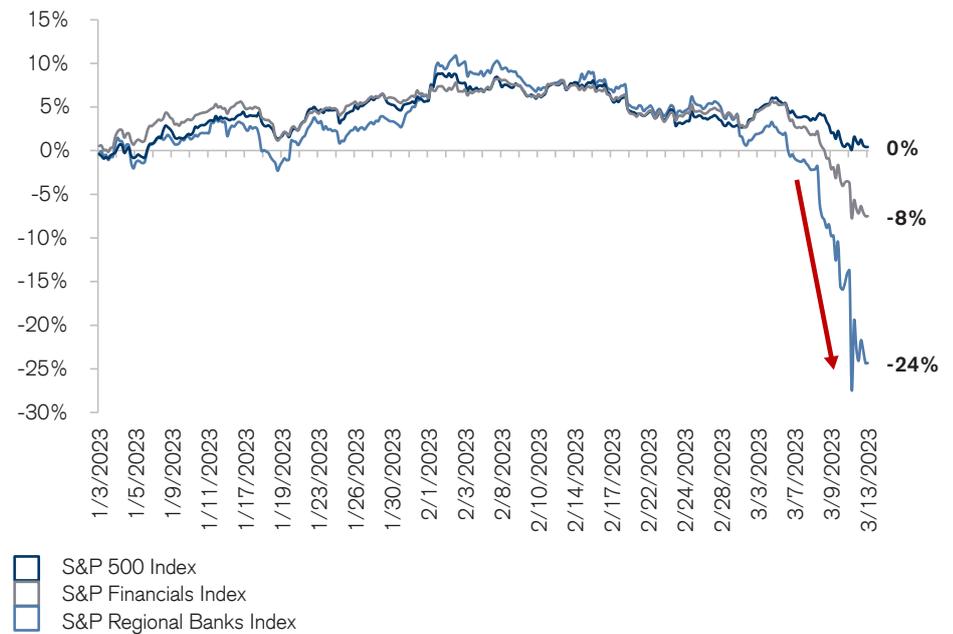
2 «Mauvaises ou bonnes nouvelles»? Ce qui fait bouger les marchés

Ces dernières semaines, les marchés ont souvent hésité quant à la question de savoir comment classer les nouvelles entre les «bonnes» et les «mauvaises». D'où vient cette hésitation? La réponse: parce qu'une solide conjoncture accroît aussi l'inflation et favorise le durcissement de la politique monétaire (une évolution que craignent en tout cas les ours). C'est précisément pour cette raison que les récents signes de croissance de l'économie mondiale ont affecté les marchés des actions. Cela signifie-t-il a contrario que la crise déclenchée par l'effondrement de la SVB offre également une opportunité? D'aucuns semblent le penser, car l'énergique intervention de la Fed a fait espérer la fin de la hausse des taux d'intérêt. Et certains voient même poindre leur baisse à l'horizon. En fait, les marchés ont justement envisagé cette éventualité.

Examinons quelques graphiques illustrant les mouvements des marchés. En premier lieu, nous constatons que les titres des banques régionales américaines ont accusé une baisse trois fois plus importante que celle de l'indice S&P Financials à la clôture de la bourse lundi (voir le graphique 2).

Graphique 2: L'effondrement de la SVB a principalement affecté les banques régionales américaines

Évolution des cours depuis le début de l'année, en %



Dernières données au: 13.03.2023

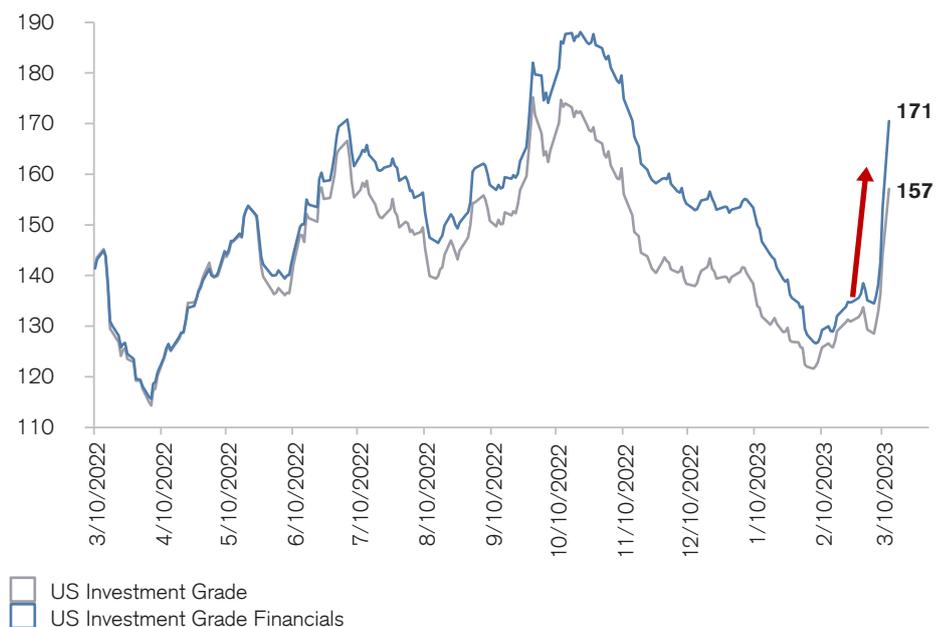
Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

En parallèle, les primes de risque des valeurs financières ont augmenté de 171 points de base (voir le graphique 3). Comme cette hausse affecte directement la marge bénéficiaire des banques, elle a continué à contribuer à la baisse des cours.

Graphique 3: Augmentation des primes de risque des valeurs financières et d'autres entreprises «investment grade»

Prime de risque par rapport aux liquidités, en points de base



Dernières données au: 13.03.2023

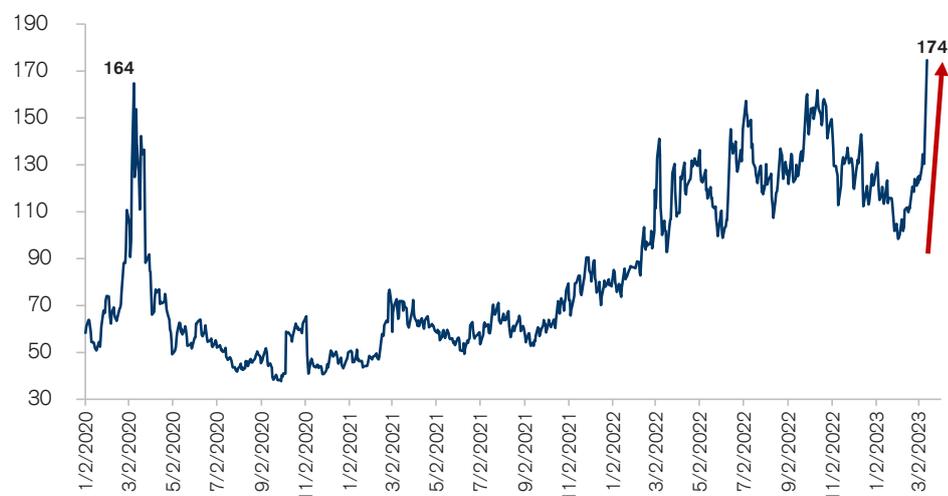
Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Il s'est ensuite produit ce qu'il arrive toujours dans ce genre de situation: la peur étant contagieuse, elle s'est propagée plus rapidement qu'un feu de brousse, comme en témoigne la hausse fulgurante de la volatilité des taux d'intérêt, qui a même éclipsé la panique liée au premier confinement de mars 2020 dans le contexte de la pandémie (voir le graphique 4).

Graphique 4: La panique sur le marché américain des taux d'intérêt ...

Volatilité des taux d'intérêt, en points de base



Dernières données au: 13.03.2023

Sources: Bloomberg, Credit Suisse

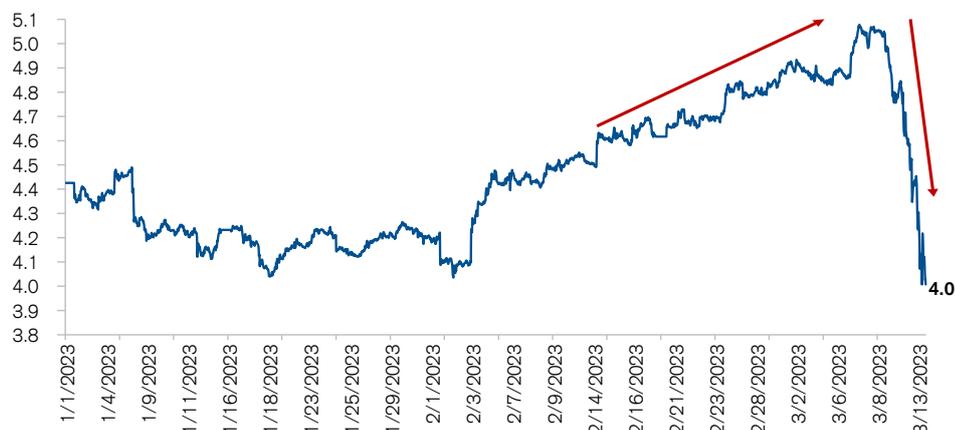
Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

On a cependant également observé assez rapidement quelques évolutions positives:

1. La Fed est intervenue de manière rapide et énergique, contrairement à ce qu'il s'était passé lors de la faillite de Lehman Brothers en 2008. De telles actions de sauvetage ont pour but d'éteindre un foyer d'incendie. Plus on l'attaque tôt et avec détermination, mieux c'est.
2. Les obligations ont offert aux investisseurs une opportunité de diversification bienvenue. La baisse des rendements des bons du Trésor américain à deux ans, qui ont perdu plus de 100 points de base (voir le graphique 5), a dopé les cours des emprunts d'État que nous surpondérons. Quelle différence en l'espace de quelques jours!
3. En parallèle, le repli de ces rendements a fait chuter les coûts de financement pour l'État et l'économie privée. Toutefois, elle a également entraîné une baisse de la valeur du billet vert. Comme chacun sait, rien n'est gratuit sur les marchés. Mais lorsque le cours du billet vert est avantageux, il favorise généralement les placements dans les pays émergents.

Graphique 5: ... a fait chuter les rendements du marché des capitaux

Taux d'intérêt des bons du Trésor américain à deux ans, en %



Dernières données au: 13.03.2023

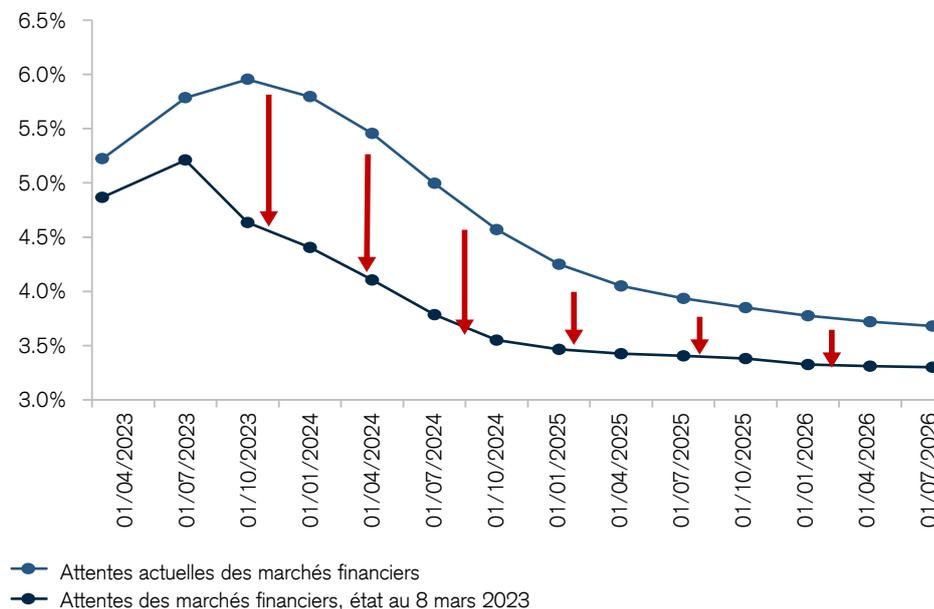
Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Enfin, les prévisions des marchés concernant l'inflation, les taux d'intérêt directeurs et les rendements des capitaux ont été revues à la baisse, et ce sur un large front. On le sait: toute crise offre aussi des opportunités, et cela semble également s'appliquer aux marchés (voir le graphique 6).

Graphique 6: Forte révision à la baisse des attentes en matière de taux directeurs

Prévisions des marchés en ce qui concerne le taux directeur américain



Dernières données au: 13.03.2023

Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Ces prévisions ne sont pas des indicateurs fiables de l'évolution future.

À quoi faut-il s'attendre à présent?

L'intervention de la banque centrale américaine a montré qu'il existait une importante «ligne rouge» en politique monétaire: la stabilité du système financier n'est pas négociable. La Fed n'acceptera jamais de compromis en la matière. Mais si elle sort déjà «le grand jeu» pour une banque régionale comme la SVB, objecteront certains, comment pourra-t-elle rester neutre dans le bras de fer des négociations sur le relèvement du plafond de la dette américaine? Elle ne le pourra pas. Il ne fait aucun doute que les responsables politiques et les marchés comptent sur la Fed pour tirer les marrons du feu si le Congrès polarisé enflamme la situation.

En octobre dernier, la Grande-Bretagne a connu une situation similaire avec le «quasi-krach» de ses caisses de pension. Cet incident a lui aussi montré que les banques centrales n'étaient jamais entièrement indépendantes face aux réelles urgences et qu'elles «sortiraient toujours le grand jeu» dans pareil cas.

Je mentionne cela parce qu'on me demande souvent comment les pays occidentaux paieront un jour tous ces plans de sauvetage. Il est probable que bon nombre de ces économies suivront l'exemple du Japon. Plus la dette publique augmente, plus la banque centrale accroît la monétisation. Il est devenu habituel de voir la politique monétaire générer des plans de sauvetage en cas de crise. C'est compréhensible étant donné qu'il s'agit de la formule la plus avantageuse du point de vue politique, même si c'est une erreur sur le plan macroéconomique.

3. L'économie mondiale: plus résistante qu'il n'y paraît

L'effondrement de la SVB pourrait-il déclencher une récession comparable à la crise financière de 2008? Cela semble peu probable. La vigoureuse intervention de la Fed devrait étouffer le risque d'un embrasement général. C'est la principale leçon tirée de la dernière crise financière: tandis que les actionnaires des banques n'ont pas besoin d'une protection dépassant le cadre de la réglementation, il vaut mieux prémunir les déposants, les tiers non impliqués et les contribuables de manière précoce et énergique plutôt que de manière tardive et hésitante.

En outre, le secteur privé semble sain et bien financé. Les taux de faillite y sont bas et le printemps est source de stimuli saisonniers. Sur le plan structurel, la plupart des banques tirent profit de la hausse des taux d'intérêt, et le risque d'un resserrement du crédit est faible actuellement.

Dans le cadre d'un récent débat, je me suis entretenu avec le CEO d'un groupe industriel international. Il débordait d'optimisme en expliquant comment la dynamique structurelle des investissements avait non seulement gonflé ses carnets de commande, mais aussi stimulé l'économie mondiale. En effet, après une année 2022 record, ce groupe a récemment revu à la hausse ses prévisions bénéficiaires pour 2023, car la transition dans les domaines de l'énergie, du climat et de la mobilité, ainsi que l'électrification, la relocalisation et la démondialisation soutiennent ses activités. La renaissance de la «vieille économie» ne se concrétisera que si la numérisation et l'automatisation s'intensifient pour pallier la pénurie de main-d'œuvre qualifiée. La règle suivante s'applique donc également ici: les «mauvaises» et les «bonnes» nouvelles sont parfois une question de perspective. Alors que ce manque de main-d'œuvre pénalise les entreprises, il renforce le pouvoir d'achat des consommateurs. «Le malheur des uns fait le bonheur des autres», c'est bien connu.

À partir de l'édition du 24 mars, la présente publication sera également proposée en anglais et mise à la disposition d'un plus grand public, mais son format demeurera identique. Je me réjouis d'ores et déjà de partager mes analyses hebdomadaires avec un cercle de lecteurs élargi.

Avec mes meilleures salutations

Burkhard Varnholt



Burkhard Varnholt
CIO Credit Suisse (Schweiz) AG
burkhard.varnholt@credit-suisse.com
+41 44 333 67 63

Information importante

Les informations fournies constituent un support marketing. Elles ne doivent pas être interprétées comme un conseil financier ou autre fondé sur la situation personnelle du destinataire ni comme le résultat d'une analyse indépendante et objective. Les informations fournies dans le présent document ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit. Les informations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales (ci-après «CS») avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et, dans la mesure où la loi le permet, il décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire. Il est interdit d'envoyer, d'introduire ou de distribuer ces informations ou une copie de celles-ci aux Etats-Unis ou de les remettre à une personne US (au sens de la Regulation S de l'US Securities Act de 1933, dans sa version amendée). La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit du CS est interdite. Le capital de placement en obligations peut diminuer en fonction du prix de vente, du cours de bourse ou des fluctuations des montants de remboursement. Il faut donc faire preuve de prudence face à de tels instruments de placement. Les actions sont soumises aux lois du marché et donc sujettes à des fluctuations de valeur qui ne sont pas complètement prévisibles. Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés). Les placements dans des matières premières ainsi que les dérivés ou les indices de matières premières sont soumis à des risques particuliers et à une forte volatilité. La performance de tels placements dépend de facteurs non prévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les influences importantes du renouvellement (rolling forward), notamment pour les futures et les indices. Les placements dans les marchés émergents impliquent généralement des risques élevés tels que les risques politiques, les risques économiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques d'illiquidité, les risques juridiques, les risques de règlement et les risques de marché. Les marchés émergents sont situés dans des pays qui répondent à une ou plusieurs des caractéristiques suivantes: une certaine instabilité politique, une relative imprévisibilité des marchés financiers et de la croissance économique, un marché financier encore en phase de développement ou une économie faible. Les indices sous-jacents sont des marques déposées et ont fait l'objet d'une concession de licence en vue de leur utilisation. Les indices sont compilés et calculés exclusivement par les donneurs de licence, qui ne peuvent être tenus pour responsables en ce qui concerne leurs prestations. Les produits basés sur ces indices ne sont aucunement sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par les donneurs de licence.

Suisse: A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce document est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers.

Autriche: Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne.

Allemagne: Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»).

Informations importantes pour les investisseurs en Allemagne: les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du CS au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire.

Copyright © 2023 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.