



Rédigée le 30 mars 2023

NOTE MENSUELLE - ACTIONS

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

VERS UNE NOUVELLE CRISE FINANCIÈRE ?

Les turbulences qui secouent les banques régionales américaines et la chute de Crédit Suisse ont réveillé les peurs d'une nouvelle crise financière mondiale comparable à celle de 2008. L'incendie semble néanmoins circonscrit grâce à l'intervention rapide des principales autorités concernées. En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) et les régulateurs nationaux insistent sur la solidité du secteur bancaire et le sérieux de la régulation qui concerne également les petits établissements, contrairement aux États-Unis. Les turbulences actuelles n'ont rien à voir avec l'épisode Lehman Brothers de 2008.

LES MARCHÉS AIMENT SE FAIRE PEUR

Que s'est-il donc passé pour que le spectre d'une nouvelle crise financière remette en cause le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie mondiale ? **Un gros coup de stress financier qui démarre aux États-Unis** (comme souvent d'ailleurs dans l'histoire économique), **et plus particulièrement des petites banques qui échappent à la régulation des institutions dites systémiques** (total des actifs inférieur à 250 milliards de dollars). Tout commence avec une vague de panique qui saisit les déposants de la Silicon Valley Bank (SVB), elle-même alimentée par des rumeurs sur la santé financière de cet établissement très couru par les dirigeants des start-up technologiques. Nous saluons d'ailleurs la fermeté de leurs convictions puisque ceux-là mêmes qui ne cessaient de demander moins d'État dans l'économie - les libertariens de la côte ouest - n'ont pas hésité à exiger la protection de la totalité de leurs dépôts, ce qui leur a été finalement accordé au-delà de la garantie des 250 000 dollars fournie par l'agence fédérale FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). Nous ne nous étendons pas sur l'origine de ce fiasco. Nous pointons la gestion catastrophique du risque de taux d'intérêt de cette banque qui avait réinvesti des dépôts très peu stables (les entrepreneurs californiens font face à des difficultés de financement depuis plusieurs mois) dans des bons du Trésor de longue maturité lorsque les taux d'intérêt étaient au plus bas ! Malgré les moins-values latentes qui fragilisaient ses fonds propres suite au resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, mais que la réglementation bancaire américaine (revue sous l'Administration Trump dans un sens résolument laxiste pour les petits établissements) permettait de cacher sous le tapis (calcul des fonds propres non affecté par les moins-values latentes), cette institution a vu ses capitaux propres s'évaporer lorsque la fuite des dépôts (appelée « *bank run* » dans le jargon) l'a forcée à vendre ses portefeuilles de titres obligataires. Les pertes ainsi réalisées annonçaient la faillite. C'est alors que la « machine à se faire peur » s'est mise en marche : SVB n'étant pas la seule banque à être dans une position précaire (faillite de Signature Bank dans la foulée, suivie de la déconfiture de Silvergate Capital), d'autres banques régionales ont

rapidement vu leurs dépôts fondre comme neige au soleil (au profit des grands établissements jugés solides). **Les autorités américaines ont rapidement réagi (plus vite que lors de la crise des *subprimes*) en fournissant toutes les liquidités nécessaires aux banques et en organisant le sauvetage des quelques établissements concernés.**

Par sympathie sans-doute, et pour des raisons qui n'ont rien à voir avec la supervision du secteur ou encore le choc des taux d'intérêt sur la valorisation des actifs, les marchés européens ont subi quelques **turbulences liées à Crédit Suisse**. Tout est parti d'un commentaire inopportun du président de la Banque nationale saoudienne (contraint à la démission depuis), qui exprimait son refus de renforcer sa participation. La Suisse s'est emparée rapidement du dossier, et négocié avec UBS le rachat de la banque qui aura trempé dans la plupart des gros scandales de ces dix dernières années - nous rappelons les affaires Greensill et Archegos pour les plus récentes. Compte tenu de sa très mauvaise réputation et de ses résultats pour le moins mitigés depuis bien longtemps, nous aurions été surpris si nous avions appris que les banques européennes étaient fort exposées à Crédit Suisse. Ce n'était évidemment pas le cas. La disparition de cet établissement n'est en aucun cas une surprise pour les professionnels. Dommage collatéral et conséquence d'une vague de spéculation alimentée par les hedge funds en mal de volatilité, la Deutsche Bank a dû communiquer sur la solidité de sa base de dépôts et ses ratios prudentiels. Avec un ratio de liquidité de haute qualité élevé (*liquidity coverage ratio* égal à 137%), l'établissement allemand ne semble pas présenter de risque immédiat. Contrairement aux États-Unis, les Européens ont préservé une régulation bancaire stricte adoptée après la crise de 2008 (accords de Bâle III renforcés par des réglementations nationales). La BCE vient d'ailleurs d'approuver le programme de rachat d'actions proposé par la banque italienne Unicredit, ce qui témoigne de la confiance des autorités de contrôle.

NE PAS SOUS-ESTIMER LA PUISSANCE DE FEU DES BANQUES CENTRALES

Ne péchons pas par naïveté : aucune régulation, aussi sévère soit-elle, ne peut empêcher une banque de sombrer en cas de « bank run ». Les autorités peuvent durcir les ratios réglementaires de solvabilité et de liquidité et limiter strictement les activités à haut risque, cela n'empêchera jamais une banque mal gérée de faire fuir ses clients déposants. D'ailleurs, le renforcement des règles prudentielles en Europe depuis 2008 n'a pas évité l'effondrement de quelques organismes de plus petite taille, sans toutefois provoquer de panique dans le secteur (par exemple Banco Popular - 148 milliards d'euros d'actifs, 6^{ème} banque espagnole - racheté pour un euro symbolique par son compatriote Santander en 2017, selon le mécanisme de résolution européen). Crédit Suisse, faut-il le rappeler, respectait les ratios imposés par le régulateur avant son rachat par UBS. **La question est donc plutôt de savoir si le risque de contagion des évènements que nous connaissons depuis quelques semaines est élevé. Nous ne le croyons pas.** En cas de crise majeure, les banques centrales, qui ont tiré les leçons des chocs à répétition des quinze dernières années, assumeront sans hésiter une seule seconde leur rôle de prêteur en dernier ressort. L'ensemble du secteur bancaire est ainsi en droit d'espérer de recevoir toutes les liquidités nécessaires de la part des banques centrales en cas de turbulences. Rappelons-le une fois encore : **une faillite bancaire est toujours déclenchée par une crise de liquidité**, elle-même conséquence d'une crise de confiance qui finit parfois par un évanouissement des fonds propres de l'institution incriminée. La réaction rapide et de grande envergure de la Réserve fédérale (300 milliards de dollars de liquidités injectées dans le système bancaire dans la semaine qui a suivi la faillite de la SVB) et de la Banque nationale suisse (soutien apporté à Crédit Suisse et au rachat par UBS) est à ce sujet particulièrement éclairante : nous ne devrions pas revivre les semaines de tergiversation et de procrastination des autorités publiques et monétaires qui ont entouré les turbulences provoquées par la chute de Lehmann Brothers en 2008.

Bien plus, si les actionnaires d'une banque en difficulté peuvent redouter de tout perdre (ainsi que les détenteurs d'obligations contingentes converties automatiquement en actions suivant certains critères de solvabilité), les déposants feront quant-à-eux l'objet de la plus grande attention afin d'éviter un « bank run » à grande échelle. C'est bien le sens des discours des autorités américaines depuis la faillite de la banque SVB, dont les dépôts et les prêts ont été rachetés depuis par la First Citizen Bank avec le soutien de la FDIC.

S'agissant de la situation des banques européennes, leur solidité et la qualité de leurs résultats soutenus par la hausse de la marge d'intérêt sont des éléments factuels. Contrairement aux banques américaines, le risque de taux d'intérêt (le *mismatch* entre les passifs et les actifs du bilan) est géré de façon sérieuse et systématique, atténuant beaucoup la volatilité des fonds propres pénalisés par les moins-values latentes des titres détenus en portefeuille en cas de hausse des taux d'intérêt (cf. l'absence de dégradation du *Tangible Common Equity Ratio* des institutions européennes). Les bilans sont solides avec de bons ratios de liquidité (dépôts également plus stables qu'aux États-Unis). La stabilité des provisions pour créances douteuses démontre la qualité de la gestion du risque crédit des banques systémiques. Les derniers *stress tests* (calculs de sensibilité des résultats et des capitaux propres à

différents scénarios de crise) n'ont rien d'alarmant, et pour terminer les **discours des organismes de régulation et de contrôle sont plutôt très rassurants.** Un responsable de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'organe français de supervision du secteur bancaire, indiquait très récemment qu'il n'y avait pas lieu de contraindre les banques dans leur politique de retour à l'actionnaire, pointant l'absence de connexion entre le secteur européen et les banques régionales américaines, ni de renforcer la régulation en Europe, contrairement aux États-Unis. On ne peut être plus clair. Nous insistons également sur le fait que les banques ont considérablement diminué leurs prêts interbancaires après les crises des *subprimes* de 2008 et des dettes souveraines de 2010-2012, réduisant pour cette raison les risques de transmission des chocs d'une banque au reste du secteur. Le financement des besoins de liquidité se réalise directement auprès de la BCE qui, depuis la crise des dettes souveraines, a multiplié les programmes de prêts qui se sont ajoutés aux opérations plus conventionnelles.

Doit-on dès-lors considérer que la crise des *Community banks* et des *Regional banks* est une tempête dans un verre d'eau ? Si nous estimons qu'il n'y a pas lieu de paniquer, nous sommes plus circonspects au sujet des conséquences de cette crise sur la trajectoire de l'économie américaine. Prises séparément, ces petites banques en difficulté n'ont probablement qu'un impact très limité sur les marchés du crédit. Il n'en va pas de même si nous considérons les données agrégées, puisque 38% de tous les crédits octroyés aux États-Unis concernent les banques de taille inférieure aux vingt-cinq plus grandes institutions (source : Réserve fédérale). Dans le détail, ces organismes pèsent 28% des volumes de crédits commerciaux, 37% des prêts immobiliers résidentiels et 67% des crédits immobiliers commerciaux. **Compte tenu de leur poids total dans le financement des ménages et des entreprises, la bonne santé des petites banques est finalement indispensable au bon fonctionnement de l'économie américaine.** Plusieurs facteurs peuvent ainsi venir durcir un peu plus les conditions financières alors que la Réserve fédérale a encore augmenté récemment ses taux directeurs (taux cible des *Fed funds* désormais dans une fourchette de 4,75% à 5%) : par exemple l'éventuel resserrement de la régulation des banques de petite taille (actifs inférieurs à 250 milliards de dollars), la nécessité pour ces institutions de renforcer leurs fonds propres, ou encore le ralentissement volontaire de la production de crédits octroyés aux ménages et aux entreprises afin d'améliorer les ratios de solvabilité et de liquidité. On notera d'ailleurs que le président de la banque centrale américaine, Jerome Powell, a adouci son discours à l'occasion du dernier *Federal Open Market Committee*, laissant entendre que les turbulences dans le secteur bancaire pouvaient justifier de ralentir le processus de resserrement monétaire. Les marchés ont rapidement intégré cette nouvelle donne en pariant sur un pivot dès l'été prochain (assouplissement monétaire). A titre d'illustration historique, la crise des caisses d'épargne américaines (*Savings & Loans*) du début des années 90 (qui s'est étalée sur plusieurs années), aurait coûté environ 0,5% de PIB à la croissance américaine. Comparaison n'est pas raison, mais cela conforte l'opinion de certains économistes qui estiment que **les risques de récession sont à nouveau plutôt en hausse pour le deuxième semestre de cette année, même si l'impact de ces turbulences sera très inférieur à celui de la crise des subprimes (7% de**

perte de PIB). Selon Goldman Sachs, la probabilité d'une récession dans les douze prochains mois est à présent de 35% contre 25% avant le chute de SVB.

CONSÉQUENCES SUR LES MARCHÉS D' ACTIONS

Si le stress bancaire actuel laisse entrevoir la possibilité de la fin du resserrement monétaire mené par la Réserve fédérale (prise en compte des effets de la crise des petites banques sur les marchés du crédit), il ne semble pas avoir modifié la trajectoire de politique monétaire suivie par la BCE. Les autorités monétaires européennes et de supervision du secteur bancaire continuent de penser que le problème américain reste cantonné à ce marché, sans connexion avec les institutions européennes jugées très solides dans un environnement réglementaire plus strict qu'aux États-Unis. Cette crise ne peut en aucun cas distraire la BCE de son objectif de lutte contre l'inflation. Ses dernières prévisions économiques indiquent que l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est toujours insatisfaisante, supérieure à 7% (4,6% de hausse des prix sous-jacents attendue en moyenne en 2023, soit 0,4% de plus que prévu précédemment, encore loin de l'objectif de 2%). Malgré la forte correction des prix de gros de l'énergie qui a conduit à une diminution de la prévision d'inflation totale pour 2023 (+5,3%, en baisse de 1% par rapport à l'estimation précédente), les tensions inflationnistes continuent de se diffuser dans l'économie, en particulier dans les services, alors que les salaires progressent de 5% en zone euro sur un an (source : Banque centrale d'Irlande). Toutefois, il est clair que les craintes liées au secteur bancaire diminuent la visibilité des politiques monétaires pour les prochains mois, ce qui complique les stratégies d'allocation des investisseurs. En effet, il est à ce stade difficile d'évaluer dans quelle mesure le soutien apporté ponctuellement par les banques centrales à

la liquidité compense le durcissement des marchés du crédit, cette question étant évidemment centrale du côté américain.

Depuis le stress provoqué par la faillite de SVB, nous constatons que les secteurs plus défensifs sont favorisés par les investisseurs, au détriment des segments plus cycliques de la cote (retour du thème de la récession provoquée par le durcissement des marchés du crédit, même s'il est un peu tôt pour observer un impact des turbulences sur les indicateurs économiques avancés), et bien sûr au désavantage des valeurs financières. Nous notons la bonne tenue des valeurs technologiques qui profitent de la baisse des taux d'intérêt à long terme (impact actuariel sur leur valorisation théorique) et de la solidité de leurs bilans. Étrangement, alors que les faillites bancaires concernent d'abord les États-Unis (le naufrage de Crédit Suisse est un cas à part), les bourses européennes ont été les plus affectées, ce qui s'explique par le poids important des secteurs financiers dans les indices (16% dans la zone euro). Beaucoup d'investisseurs ont certainement réagi rapidement aux premiers soubresauts liés aux banques américaines, peut-être trop rapidement en décidant d'arbitrer entre les secteurs favorisés par une activité économique finalement plus robuste qu'attendu et les secteurs défensifs jugés les plus résistants en cas de crise financière mondiale comparable à 2008. En l'absence d'aggravation nette de la situation, ces changements hasardeux d'allocation pourraient finalement s'avérer perdants.

CONCLUSION

Tout le système financier repose sur la confiance. En Europe, celle-ci s'appuie sur une architecture de supervision bancaire considérablement musclée depuis la crise de 2008. Les chocs à répétition des quinze dernières années ont conduit la BCE à assumer son rôle de prêteur en dernier ressort et à considérablement renforcer son arsenal d'intervention sur les marchés du crédit et du financement des banques. Une faillite est toujours possible, l'effondrement du système ne l'est pas. Les déposants et les investisseurs doivent s'en souvenir et éviter de parier sur la procrastination des autorités concernées par une nouvelle crise. Du côté américain, la supervision trop légère des petites banques (actifs inférieurs à 250 milliards de dollars) explique la crise actuelle dans un contexte de resserrement monétaire. Sous les règles de Bâle III, qui ne s'appliquent aujourd'hui qu'aux grands établissements systémiques, la hausse des taux d'intérêt aurait été plus rapidement traduite en pertes en capital, les ratios de liquidité auraient été plus élevés. Ces turbulences et leur impact sur les

marchés du crédit pourraient conduire la Réserve fédérale à stopper son processus de resserrement monétaire, au contraire de la BCE toujours déterminée dans son combat contre l'inflation.

Nous déconseillons évidemment d'agir dans la panique. Toutefois, la confiance des investisseurs demeurant encore fragile, il faudra un peu de temps pour que les marchés soient complètement rassurés par la solidité du système financier. Dans un contexte où les incertitudes en termes de trajectoire de croissance économique, d'inflation, de politique monétaire - sans oublier la géopolitique - restent élevées, les marchés pourraient continuer de subir des soubresauts, ce qui offrirait aux investisseurs de bonnes occasions d'investissement. Par ailleurs, dans l'hypothèse d'une atténuation rapide du stress bancaire, les espoirs de détente monétaire de la part de la Réserve fédérale dès l'été prochain pourraient être déçus.

DISCLAIMER

Les positions en portefeuille et chiffres énoncés dans le rapport de gestion sont ceux de nos portefeuilles modèles et sont dès lors purement indicatifs. Les poids et rendements effectifs peuvent varier en fonction de différents critères tels que la taille des portefeuilles sous gestion, la date d'arrivée en gestion et toutes autres spécificités propres à chaque client de Pure Capital. Les performances montrées sont calculées en EUR. Indices: Actions Monde: MSCI World - Actions USA: S&P500 - Actions Europe: EuroStoxx 50 - Actions Pays Emergents: MSCI EmergingMarket - Obligations Gouvernementales Europe: Bloomberg/EFFAS Bonds Indices EUR - Obligations Entreprises Europe: Iboxx EUR Corporate Investment Grade - Obligations à Haut Rendement Europe: Merrill Lynch EUR Corporate Non Investment Grade - Obligations Pays Emergents: JP Morgan EMBI Global - EUR-USD: EUR-USD X-Rate - Or: Gold Spot - Pétrole: WTI Generic 1st Future.

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu n'est soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.