

Lettre n°77

Un 3^{ème} cygne noir en 3 ans. Quel impact sur la croissance et sur les marchés ?

« *La croyance malade que le monde dans lequel nous vivons est plus facilement compréhensible et explicable, et donc plus prédictible qu'il ne l'est réellement* ». Nassim Taleb.

Nassim Taleb dans son fameux livre « *Le cygne noir* » a donné à l'imprévu toute sa dimension dans l'évolution des marchés boursiers.

Le phénomène cygne noir est supposé rare mais ces trois dernières années, on en dénombre trois. D'abord l'épidémie, ensuite, la première guerre d'invasion en Europe depuis 1945, enfin quelques faillites bancaires faisant resurgir le spectre d'une crise systémique.

Autant d'impondérables, autant d'évènements susceptibles de casser la dynamique haussière des marchés enregistrée à partir de 2009. Le choc de la Covid a laissé la place à la griserie boursière des années 2020 et 2021. La guerre en Ukraine et l'impact sur le cours des matières premières a brisé l'optimisme et la griserie a cédé devant la grisaille.

L'année 2023 avait débuté dans l'euphorie jusqu'à la survenance d'un troisième cygne, celui d'une possible crise financière. On se souvient qu'aux Etats-Unis, dans le prolongement du resserrement monétaire imposé par Paul Volcker à la tête de la Fed, entre 1980 et 1994, près de 3000 petites banques avaient disparu. Qu'en sera-t-il aujourd'hui ? Quelques semaines après la faillite de SVB, le marché semble rasséréné.

Les banques centrales sont, depuis quelques semaines, sur une ligne de crête malaisée à gérer, soumises à des injonctions contradictoires, la lutte contre l'inflation et l'évitement d'une crise bancaire systémique qui, comme en 2008, pourrait casser la dynamique du crédit et la croissance.

Avant les crises étaient profondes et les rebonds importants. Depuis 2008, les plans de secours déployés par les gouvernements, accroissent les budgets des Etats mais amortissent les crises.

Beaucoup s'inquiètent d'une possible récession, mais force est de reconnaître la faiblesse des taux de chômage, la poursuite des créations d'emplois, le maintien ou le redressement de la confiance, l'amorce de la désinflation.

Que penser ? Quel risque de crise systémique ? Quel impact sur la croissance économique et sur les marchés ? Quel impact sur l'évolution du crédit ? Quelle influence sur la politique de hausse des taux de la Fed ? Telles sont les questions de cette Lettre 77 et pour y répondre nous analyserons les causes puis les conséquences de ces embryons de crise.

Les 6 causes de la crise financière :

- Les facteurs permissifs :

Aux Etats-Unis, les banques moyennes, moins de \$250 milliards de total de bilan ne sont plus, depuis une décision de Trump, soumises à la régulation.

- ***La conséquence des politiques monétaires des quinze dernières années :***

Une décennie d'injections de liquidités et de taux zéro a fragilisé le système, laissé prospérer des acteurs faibles, incité les banques à chercher des rendements dans des actifs à risque.

- ***Les prémisses de la crise :***

La récente amorce d'une contraction du bilan de la Fed puis de celui de la BCE, la remontée brutale des taux d'intérêt ont fragilisé les emprunteurs et les institutions financières dans la gestion de leur actif-passif.

En 2022, des bulles ont éclaté : celle des marchés obligataires avec une baisse sur l'année de 14%, celle des cryptomonnaies dont la capitalisation a diminué de \$3000 milliards à \$800 milliards, celle des SPAC.

Une bulle menace encore, celle du « private equity » dont les encours ont été multiplié par plus de 10 depuis l'an 2000 pour atteindre \$10000 milliards. Avec la fin des taux bas, une partie du business modèle du « private equity », l'endettement à taux bas, ne fonctionne plus et cela hypothèque la réalisation des bénéfices. Conjugué avec des prix payés souvent élevés avant le retournement de la conjoncture, les déconvenues devraient être nombreuses.

- ***Des pertes masquées :***

Les pertes bancaires liées à la différence entre la valeur de marché des obligations et leur valeur à l'échéance peuvent être importantes mais être masquées car, aux Etats-Unis l'année dernière, les banques ont massivement reclassé leurs obligations en obligations à échéance.

Selon la FDIC, l'agence d'assurance de fonds des banques américaines, JP Morgan aurait ainsi reclassé \$78 milliards, Charles Schwab \$188 milliards, Wells Fargo \$50 milliards et US Bancorp \$45 milliards.

Aussi longtemps que la confiance des déposants dans ces banques perdure, il n'y a pas de problème mais si, à l'instar des clients de SVB, il y a une ruée sur les dépôts alors les banques pourraient avoir des difficultés.

A la fin 2022, les pertes latentes pour le courtier Charles Schwab, dixième banque américaine, représentaient \$14 milliards, soit près de 40% des fonds propres. Pour Wells Fargo, elles atteignaient \$41 milliards, donc 23% des fonds propres et pour US Bancorp, \$11 milliards, donc 16% des fonds propres.

De tels chiffres sont évidemment fluctuants et ont beaucoup baissé ces deux dernières semaines avec le repli du taux américain à 10 ans de 4.05% à 3.28%.

- ***Une perte de confiance :***

Beaucoup des dépôts de ces grandes banques sont garantis par la FDIC et tel n'était pas le cas pour SVB.

Les difficultés enregistrées récemment par des banques, exemple SVB, deuxième plus importante faillite bancaire de l'histoire américaine, ne résultent ni d'un excès d'endettement, comme lors de la crise des subprimes, ni de l'éclatement d'une bulle. Elles sont la conséquence d'une gestion inadéquate de l'actif-passif, d'une perte de confiance, d'un retrait, selon la Fed, de \$42 milliards de dépôts en une journée et potentiellement, s'il n'y avait pas eu d'intervention fédérale, \$100 milliards en deux jours car, indéniablement, la diffusion du e-banking favorise des mouvements plus rapides.

- ***Des liquidités insuffisantes :***

Les petites banques et les banques régionales ont commencé l'année avec seulement 7% de liquidités, soit la moitié du pourcentage des grandes banques. SVB n'était même qu'à \$12 milliards, soit 6% et First Republic à 2%.

Ces banques ont ainsi profité de la dérégulation, gagné sur la transformation des liquidités en placements plus longs mais, dans le même temps elles se sont fragilisées. Une ruée sur les dépôts a suffi à provoquer la faillite de quelques-unes.

Les 7 conséquences :

- *Le risque :*

C'est la perte de confiance, c'est le « Bank run », c'est l'effet domino. Heureusement, les autorités ont réagi rapidement, facilité la reprise de SVB par First Citizens bank, un rachat de \$72 milliards d'actifs avec une décote d'un peu plus de 20% et une prise en charge de \$56 milliards de dépôts, le reste étant placé sous la garantie de la FDIC. Dans le cas de SVB, la garantie des dépôts s'imposait car il s'agissait d'une clientèle d'entreprises de la Silicon Valley, souvent des start-ups ou des fonds de private equity, près de 90% des dépôts étaient supérieurs à \$250000 et le PIB de la Californie représente 15% du PIB américain.

Pour l'avenir, on peut escompter un durcissement de la réglementation prudentielle afin d'obliger les banques de taille moyenne à accroître leurs fonds propres pour mieux couvrir le risque d'endettement à long terme. Les « stress tests » doivent évidemment calculer l'incidence de la remontée des taux longs.

- *Le développement des fonds monétaires :*

Le Trésor américain a garanti les dépôts de SVB mais refusé de généraliser cette disposition à tous les dépôts américains. Conséquence, les épargnants, ces deux dernières semaines, ont placé \$340 milliards dans les fonds monétaires et l'encours de ces fonds est passé de \$4800 à plus de \$5100 milliards. La rémunération des dépôts à 4 mois est attrayante, 4,9% à comparer avec 3,4% pour les taux à 10 ans.

- *Une poursuite des transferts de dépôts des petites banques :*

Avant la crise récente, les banques disposant de moins de \$250 milliards d'actifs contrôlaient un tiers de dépôts américains entreprises et particuliers. Depuis lors, selon la Fed, la seule semaine du 15 mars, les petites banques auraient perdu \$120 milliards de dépôts et les grandes auraient récupéré \$66 milliards.

Cela induit la possible disparition de nombreuses banques moyennes et, pour l'économie américaine, un risque de contraction du volume de crédit, donc une moindre croissance.

- *Des fusions-absorptions :*

Les regroupements entre banques, comme dans d'autres secteurs, sont souvent malaisés car ils occasionnent des chocs culturels. On se souvient de la fusion entre la banque of America et Merrill Lynch en 2008, c'est-à-dire une banque de dépôts avec un broker.

- *Un tarissement des crédits immobiliers :*

Conséquence partielle de la hausse des taux, les volumes de crédit aux entreprises ralentissent depuis 5 mois. Le secteur des crédits à l'immobilier est potentiellement le plus affecté. Deux raisons : l'arrêt de l'achat par la Fed, il y a quelques mois, de dettes hypothécaires et le poids des banques régionales dans l'octroi de ces crédits avec 80% des crédits immobiliers commerciaux, 60% des prêts immobiliers résidentiels.

L'écart entre les obligations à 10 ans et les taux à 30 ans aux Etats-Unis s'est aggravé, passant de 0.50% début 2022 à 1.60% aujourd'hui.

- *La disparition du Crédit Suisse :*

Fragilisé par CHF12 milliards de pertes en 2022, par la diminution de ses actifs sous gestion de 1600 milliards à moins de 1300 milliards en 2022, par les 5 milliards perdus dans le fonds Archegos, les 10 milliards perdus lors de la faillite de Greensill, le Crédit Suisse n'avait pas de problème de solvabilité mais était le maillon faible de la finance européenne.

La rapidité de la solution a rassuré le marché mais les termes de la reprise du Crédit Suisse, CHF3 milliards versés par l'UBS correspondant à une décote de 60% par rapport au dernier cours, sont très critiqués, qu'il s'agisse du « write off » des obligations AT1 et des CoCo, de la garantie de CHF 9 milliards offerte par le gouvernement à l'UBS pour couvrir les pertes potentielles du Crédit Suisse, de la facilité de CHF 100 milliards accordée par la BNS au crédit Suisse et de la ligne de liquidité de CHF 100 milliards accordée par la BNS à

l'UBS. Les actionnaires ont pu vendre leurs actions, les détenteurs des 16 milliards d'obligations convertibles ont tout perdu. Or, dans la hiérarchie des risques, les fonds propres précédaient les Cocos et les autorités monétaires européennes l'ont clairement rappelé pour ne pas inquiéter outre mesure les détenteurs d'AT1, un marché de \$270 milliards.

Conséquence de la fusion, l'UBS devrait avoir sous gestion potentiellement (sauf départ de clients après la fusion) CHF 5000 milliards et être le numéro 1 mondial, détenir 30% du marché suisse mais supprimer plus de 35000 emplois dans le monde dont 11000 en Suisse.

Pour l'économie suisse, une faillite éventuelle de l'UBS serait un problème car les actifs du nouveau groupe représenteront plus de deux fois le PIB suisse mais le secteur bancaire, 6% du PIB suisse, est, contrairement aux croyances, moins déterminant sur l'économie du pays qu'il n'a pu l'être dans le passé et les fondamentaux positifs de l'économie suisse, faiblesse du taux de chômage à 2%, solde commercial positif à hauteur de 10% du PIB en dépit d'une monnaie forte, attestent de la compétitivité du pays.

- ***De moindres majorations de taux :***

Fin mars, la FED, la Banque d'Angleterre ont limité les hausses à 0.25% et non procédé à des hausses de 0.50% comme anticipé par les marchés avant les difficultés des banques américaines. Seules la BCE et la BNS ont réalisé des hausses de 0.50%.

En Europe, deux hausses de taux de 0.25% restent envisagées et ainsi, le taux officiel devrait atteindre 3.5%. Aux Etats-Unis, devant la perspective de moindres hausses de taux, les taux à 10 ans ont baissé de 0.8%, les taux à 2 ans de 1.25 point, la courbe des taux n'est plus que faiblement inversée de 0.45%.

Conclusion en 7 points :

- ***Sous l'angle économique :***

En 2008, on s'inquiétait de la faillite des grandes banques, aujourd'hui, le marché prend la mesure d'un risque de crise systémique provoqué par la faillite de petites banques et Jamie Dimon, président de JP Morgan, redoute des conséquences durables.

Néanmoins, loin, semble la dernière crise financière où un an s'était écoulé entre les premiers ébranlements du marché du crédit en 2007 et la faillite de Lehman Brothers en 2008, la réactivité des autorités monétaires a été rapide et appropriée, la Fed a très vite augmenté ses injections et donc à nouveau son bilan. A l'heure du e-banking, donc d'une ruée potentielle sur les dépôts, il ne saurait en être différemment.

Il n'empêche, cette crise va avoir pour conséquence, une moindre croissance du crédit, donc du PIB.

- ***Sous l'angle monétaire :***

Sans doute, le Q.E est-il à l'origine de distorsions dans les taux d'intérêts mais il a également permis de venir en support à des politiques budgétaires contraintes par les niveaux d'endettement public et il a permis d'empêcher en 2009 une récession plus profonde avec toutes les conséquences sociales ou politiques imaginables.

Difficile d'incriminer de récentes politiques monétaires trop restrictives car la lutte contre l'inflation est une nécessité et la hausse des taux, aussi brutale soit-elle, n'a pas provoqué de récession.

Le calme revenu, la lutte contre l'inflation redeviendra la priorité des banques centrales car si l'inflation globale (prix de l'énergie inclus) va continuer à baisser rapidement, l'inflation « core », 5.5% aux Etats-Unis, 5.7% en Europe, va être plus longue à maîtriser à cause de la hausse des salaires et de la volonté des entreprises de préserver leurs marges.

Au regard de la contraction de crédit attendue, le marché juge la hausse des taux américains terminée et anticipe une première baisse d'ici la fin de l'année mais nous prévoyons encore une hausse. En Europe, deux hausses sont vraisemblables.

- ***Sous l'angle bancaire :***

Un moyen d'éteindre le risque bancaire serait d'étendre l'assurance fédérale américaine sur tous les dépôts et non de la limiter à \$250 000 comme aujourd'hui mais cela serait trop coûteux et éliminerait le « moral hazard ». Aussi, est ce improbable et donc la concentration des banques américaines va se poursuivre.

Les banques américaines ont un Tier 1 capital ratio, un ratio de fonds propres, de près de 14% très supérieur au 8% de 2008 mais le périmètre de régulation des banques doit inclure toutes les banques susceptibles d'être défendues dans l'hypothèse d'une crise financière. Aussi, l'administration Biden envisage d'étendre la supervision aux banques disposant de plus de plus de \$100 milliards d'actifs. Tel aurait dû être le cas pour SVB.

En Europe, grâce à Bâle IV, les banques sont mieux capitalisées qu'aux Etats-Unis, disposent d'abondantes liquidités et sont plus solides. Aussi, nous ne craignons pas de crise systémique et sommes positifs sur les belles valeurs du secteur en Bourse.

- ***Sous l'angle de l'assurance :***

Les CDS, Credit Default Swaps, supposées être des assurances contre des défauts, sont en fait souvent des instruments de spéculation, souvent illiquides, toujours amplificateurs d'une tendance. On l'a observé sur Crédit suisse puis Deutsche bank.

- ***Sous l'angle financier :***

Les émissions obligataires ont été stoppées l'espace d'une semaine mais depuis lors reprennent et, dans la perspective d'un ralentissement de la croissance et de l'inflation, les obligations à long terme restent attractives.

Traditionnellement, les sociétés américaines recourent moins au crédit que les sociétés européennes mais les banques européennes sont plus solides. Aux Etats-Unis, comme en Europe, on maintiendra le conseil de prudence sur les obligations à haut rendement et on privilégiera les obligations souveraines.

En Angleterre, la Banque d'Angleterre alerte sur les risques présentés par la finance de l'ombre, des pertes sur le marché du crédit privé à effet de levier ou à haut rendement.

- ***Sous l'angle politique :***

Si la crise devait prendre de l'ampleur aux Etats-Unis, la Chine saurait en profiter pour vanter l'alternative représentée. Afin de consolider son début de reprise, la Banque de Chine a abaissé de 0.25% le taux des réserves obligatoires.

- ***Sous l'angle boursier :***

Comme en 2022, la réaction initiale, a été, un recul parallèle des obligations et des actions, surtout financières. Néanmoins, l'indice VIX est retombé à moins de 20, les CDS ont rebaisé et les cours des banques, surtout les plus grandes, ont récupéré la moitié des pertes de mars. Et ainsi, devant cette volatilité, ces imprévus rappelés dans l'introduction, semble-t-il nécessaire d'aborder les marchés boursiers avec les yeux de **Stefan Zweig** qui écrivait « **Le sentiment du provisoire dominait mystérieusement ma vie** ».

Genève, le 06 avril 2023

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.