

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



FAILLITE SVB : NOUVEAU PARADIGME EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE ?

La faillite de la SVB a des conséquences diverses. Le risque systémique semble écarté par les banques centrales. Le CS est une banque systémique mondiale. Le support de la BNS était escompté. Un nouveau paradigme probable pour les taux.

Points clés



- La faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) aura des effets sur la politique monétaire américaine
- La prochaine hausse de taux US pourrait être la dernière
- La banque centrale européenne garde le cap et rassure
- Le risque systémique est écarté par les banques centrales
- La solvabilité du CS semble assurée malgré ses performances et sa stratégie de repositionnement
- La FINMA et la BNS rassurent et supportent le CS
- Un nouveau paradigme s'installe à court terme plus favorable en matière de taux d'intérêt

La faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) aura des effets sur la politique monétaire américaine

La faillite de la Silicon Valley Bank a déjà poussé les autorités américaines ainsi que la Fed à agir très vite pour éviter une panique. Les premières, par la voix du Président Biden, se sont voulues rassurantes en relevant que le système bancaire était solide, alors que la seconde rassurait aussi par la mise à disposition de liquidités aux institutions qui en auraient besoin.

Mais pour les prochaines semaines, la faillite de la SVB pourrait avoir des effets plus significatifs en modifiant sensiblement les anticipations des investisseurs en matière de politique monétaire. S'il n'y a que quelques jours, la probabilité d'une hausse de taux directeurs de la Fed de 50 pnb, au lieu de 25 pnb initialement escomptée, était devenue très élevée en raison du développement du scénario de « no landing » de plus en plus consensuel, celle-ci est pratiquement devenue nulle après cet événement.

Il est en effet probable désormais que la Réserve fédérale américaine remette au premier plan son rôle de stabilisateur

du système financier dans son analyse des risques et sa pesée d'intérêt face à sa volonté affirmée jusqu'à ce jour de lutter contre l'inflation en priorité.

En un week-end, les anticipations de taux terminaux se sont ainsi déjà ajustées à la baisse à l'image des taux des Fed Funds de septembre 2023 qui ont ainsi chuté de 5.6% à 4.2%.

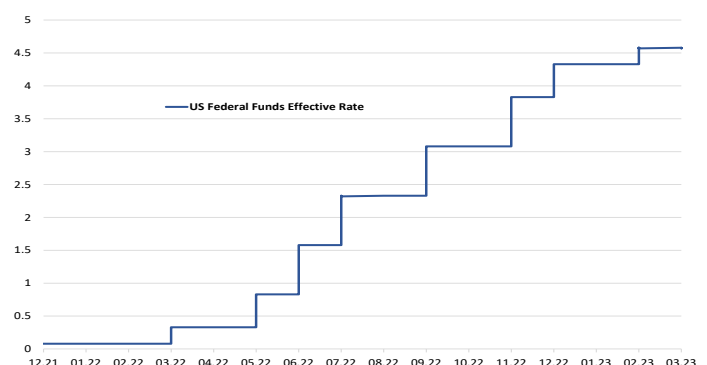
Un tel ajustement suggère même désormais qu'une baisse des taux directeurs pourrait déjà intervenir pendant l'été, les Fed Funds de septembre et de décembre étant désormais inférieurs à ceux de mars, constituant peut-être la première phase d'assouplissement monétaire après le cycle enclenché en mars 2022.

Ce virage à 180 degrés de politique pour les taux directeurs pourrait ouvrir de nouvelles perspectives pour les actifs financiers et notamment ceux très affectés en février et début mars par le rebond des coûts de financement portés par le scénario de « no landing » inflationniste.

Après avoir souffert du durcissement des conditions monétaires pendant une bonne partie de l'année 2022, un assouplissement inattendu offrirait des conditions totalement différentes pour la valorisation des actifs financiers.

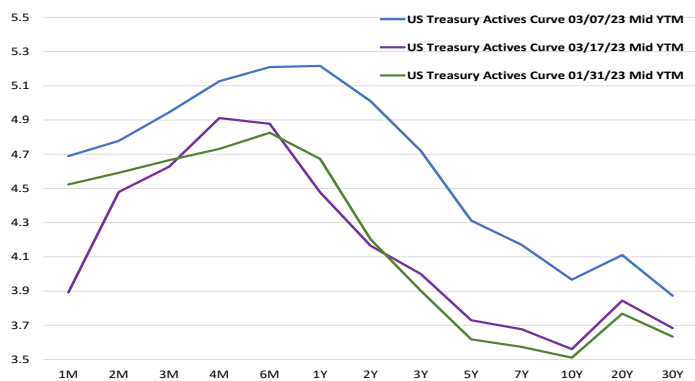
La chute historique des rendements ce week-end pourrait contribuer à relancer l'intérêt pour les actifs risqués et notamment pour les banques, les sociétés immobilières et les valeurs de la technologie ou du numérique.

Evolution des taux des Fed Funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Courbes de taux du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La banque centrale européenne garde le cap et rassure

La banque centrale européenne a remonté ses taux directeurs comme attendu de 0.5% jeudi 16 mars les portant à 3% et expliquant que la baisse de l'inflation était en marche mais que le rythme de décroissance restait insuffisant. Une inflation encore trop présente justifie ainsi de nouvelles hausses de taux directeurs au cours des prochains mois. La présidente Christine Lagarde a noté qu'il n'y avait pas vraiment d'autres options à considérer compte tenu de la situation en matière d'inflation, même dans le contexte spécifique troublé de ces derniers jours par la faillite de la SVB et d'autres banques américaines. La décision a été assez unanime. La politique monétaire de la BCE suit donc le chemin attendu car la stabilité du système financier européen n'est pas considérée par les autorités monétaires européennes comme étant mise en danger par les événements aux Etats-Unis ou par la problématique posée par la chute du titre Credit Suisse et ses éventuelles implications systémiques en cas de difficultés croissantes ou de faillite.

Les marchés de taux européens n'ont pas réagi dramatiquement à cette décision de banque centrale, mais la problématique rencontrée par la SVB pourrait concerner quelques entités bancaires européennes malgré tout, bien qu'à un niveau de risque inférieur compte tenu des règles strictes mises en place en Europe au cours des dernières années qui devraient permettre aux régulateurs européens de mettre en évidence lors de leurs contrôles réguliers les déviations et manquements aux exigences légales.

Le secteur bancaire européen a été particulièrement touché au cours des derniers jours en anticipation de possibles contagions entre banques et par volonté d'investisseurs de réductions de risques logiquement considérés comme difficilement maîtrisables à court terme dans un environnement incertain et parfois insuffisamment transparent. La chute de -15% des valeurs bancaires européennes peut cependant sembler déjà excessive dans le contexte de stabilité assurée du système financier européen très clairement souligné par la BCE dans sa conférence de presse.

La BCE a souligné également que dans le contexte actuel d'incertitudes nouvelles, les décisions de politique monétaire seraient prises lors de chaque réunion sans donner désormais d'indications sur les intentions spécifiques de l'institution pour les prochains mois. En adoptant cette nouvelle stratégie, la BCE se donne une flexibilité accrue mais augmente aussi les risques d'une plus grande volatilité dans les marchés de capitaux.

Finalement, nous estimons que le sommet du cycle de resserrement monétaire pourrait finalement s'avérer inférieur à

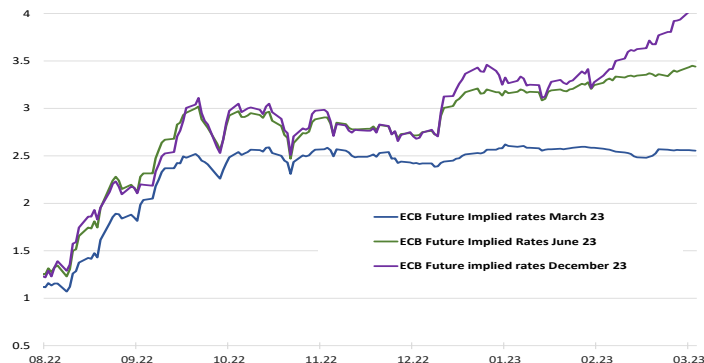
celui précédemment envisagé en raison de ces nouvelles incertitudes sans pour autant réduire significativement notre anticipation de taux terminaux. La situation européenne reste plus sérieuse sur le plan de l'inflation justifiant clairement une poursuite du resserrement monétaire de la BCE en décalage avec la politique désormais proche de son zénith de la Réserve fédérale.

Taux directeurs de la BCE



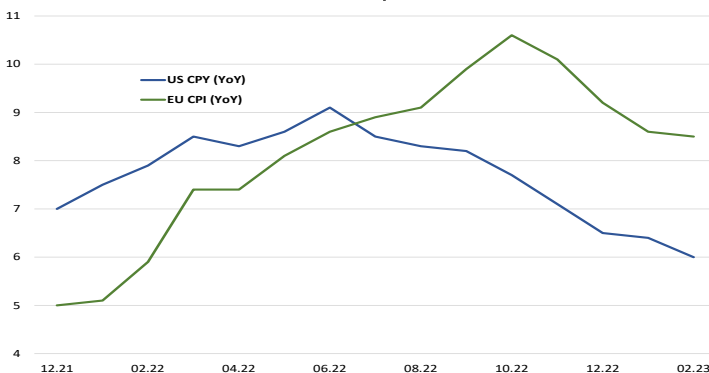
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Taux directeurs européens à terme (mars—juin—décembre)



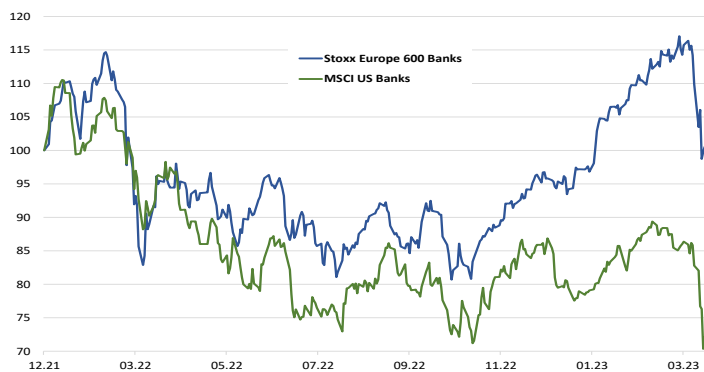
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Inflation Europe—USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Secteur bancaire Europe—USA

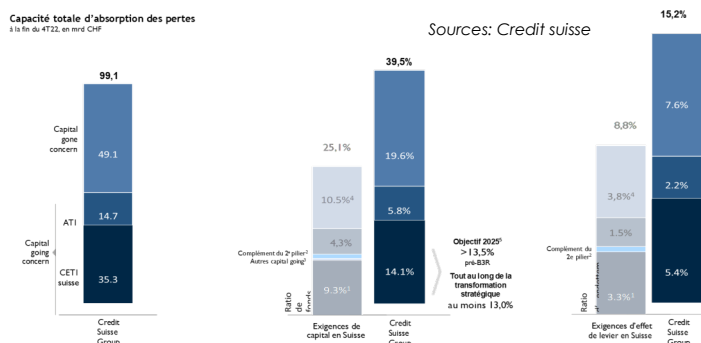


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La communication du CS adressée à ses clients à des fins de clarification de la situation en matière de ratios de solvabilité ne fait pas mention des 50 milliards de CHF de soutien accordé par la BNS en cette période de crise. Cette décision est pourtant très importante et vient immédiatement renforcer sa capacité à faire face à d'éventuels problèmes de liquidités et constitue un facteur décisif pour le CS dans sa capacité à faire face à d'éventuelles difficultés. La décision de la BNS améliore de fait considérablement l'appréciation et le niveau des risques portés par le CS. Cette communication présente la situation de la banque en termes de ratios de solvabilités en comparaison aux principales autres institutions internationales en soulignant clairement que la banque est plutôt en bonne position relative à ses pairs, ce qui semble justifié à l'analyse des données présentées et celles en possession de la BNS et de la FINMA.

Les ratios de solvabilité bancaire doivent permettre de déterminer notamment le degré de solidité financière compte tenu des effets d'une faillite éventuelle d'une banque sur la stabilité de tout le système financier et, au-delà, de l'économie tout entière. Cette solidité financière est essentiellement mesurée par le montant des fonds propres de la banque qui détermine sa capacité à faire face aux risques éventuels liés à ses activités (non remboursement de crédits distribués ou autres pertes de valeur de ses actifs). Les banques doivent être en permanence solvables, c'est-à-dire pouvoir faire face à leurs engagements à tout moment. En effet, si les clients de la banque qui ont déposé chez elle leur argent (dépôts à vue) doutent de sa solidité financière, ils risquent de perdre confiance et de retirer leurs dépôts, précipitant la banque (et tout le système s'il s'agit d'une banque importante) dans des difficultés majeures. C'est pourquoi La Banque des Règlements Internationaux (BRI) dont le siège est à Bâle (Suisse) a établi des ratios de solvabilité que toutes les banques doivent respecter. Les exigences de fonds propres de Bâle 3 ont établi des ratios (minimum, coussin de sécurité, total minimum, coussin contracyclique, coussin risque systémique et total global) s'appliquant aux divers niveaux (core Tier 1, Tier 1 supplémentaire, Tier 2 et total des fonds propres). Selon la communication du Crédit suisse, les résultats des comparaisons effectuées montrent un positionnement similaire à celui de l'UBS par exemple au niveau du Ratio CET1, un peu inférieure en ce qui concerne le ratio de liquidités à court terme (144%), mais un ratio de levier de 7.7% le plus élevé de leur univers de comparaison. La mesure de capacité d'absorption des pertes s'établit à 99.1%, les exigences de capital en Suisse (25.1%) sont largement dépassées (39.5%), comme c'est aussi le cas pour les exigences d'effet de levier en Suisse. La communication du CS relève donc que sa situation est bonne selon les divers ratios communément appliqués aux banques importantes, comme celles de son univers de comparaison à la fin du 4ème trimestre 2022.

Capital dépassant les exigences réglementaires



Les conclusions de cette communication CS sont en fait corroborées par les positions de la FINMA et de la BNS dans leur communiqué du 15 mars concernant les incertitudes du marché :

« L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA et la Banque nationale suisse BNS informent qu'il n'existe aucun risque de contagion directe entre les problèmes auxquels sont confrontés certains établissements bancaires aux États-Unis et le marché financier suisse. Les exigences strictes en matière de fonds propres et de liquidités auxquelles les établissements financiers suisses sont soumis en garantissent la stabilité. Credit Suisse satisfait aux exigences en matière de capital et de liquidités imposées aux banques d'importance systémique. En cas de besoin, la BNS mettra des liquidités à la disposition de CS.

Dans la présente prise de position commune, la FINMA et la BNS précisent que les turbulences actuelles sur le marché bancaire américain ne suggèrent pas qu'il existe un risque de contagion directe pour les établissements suisses.

La réglementation en Suisse stipule que toutes les banques doivent détenir des volants de fonds propres et de liquidités qui correspondent ou vont au-delà des exigences minimales des standards de Bâle. De plus, les banques d'importance systémique doivent satisfaire à des exigences particulières en matière de fonds propres et de liquidités. Cela permet d'absorber les effets négatifs des crises et des chocs de grande ampleur.

Credit Suisse satisfait aux exigences réglementaires en matière de fonds propres et de liquidités.

Les réactions du marché ont particulièrement pesé sur la valeur boursière et sur le cours des titres de créance de Credit Suisse ces derniers jours. La FINMA est en contact très étroit avec la banque et dispose de toutes les informations pertinentes du point de vue du droit de la surveillance. Dans ce contexte, la FINMA confirme que Credit Suisse satisfait aux exigences particulières en matière de fonds propres et de liquidités applicables aux banques d'importance systémique. De plus, la BNS mettra, en cas de besoin, suffisamment de liquidités à la disposition de la banque active à l'échelle mondiale. La FINMA et la BNS suivent de très près les évolutions et sont aussi dans ce contexte en contact étroit avec le Département fédéral des finances afin d'assurer la stabilité financière. »

La BNS a depuis confirmé son soutien à la banque en lui accordant des facilités se montant à 50 milliards de francs en cas de besoin.

Analyse de BBI Group et perspectives

De notre point de vue, cette décision de la BNS ne constitue de loin pas une surprise considérant que le CS était effectivement considérée comme une banque systémique non seulement à l'échelon suisse, mais aussi comme faisant partie des 30 plus importantes banques internationales systémiques. Le CS est donc logiquement considéré aussi par la BNS comme étant « too big too fail » et devait donc être soutenu par la BNS en cas de difficultés.

Nous nous attendions effectivement à une telle action de notre banque centrale nationale qui devrait avoir plusieurs effets positifs à terme. En rappelant tout d'abord que le CS satisfaisait aux exigences de solvabilité, la BNS donnait un gage de sécurité aux investisseurs qui pouvaient douter des déclarations des représentants du CS. Ensuite, en apportant un support de 50 milliards, la BNS a offert une nouvelle flexibilité au CS et surtout du temps pour mettre en œuvre sa phase de restructuration déjà engagée depuis octobre 2022.

Le CS est en effet depuis un certain temps en phase de restructuration de ses activités et de transformation stratégique, qui ont affecté négativement l'évolution boursière de ses actions. Mais si elle a à plusieurs reprises été sous le feu des projecteurs ces derniers temps, il semblerait bien que la 2ème banque suisse ait au moins été en mesure jusqu'à présent de satisfaire les exigences réglementaires en matière de fonds propres exigés, même si ses résultats financiers ont été particulièrement mauvais en 2022 et resteront sans doute négatifs en 2023.

En période d'incertitude élevée comme celle provoquée par les faillites des banques SVB et autres aux Etats-Unis, les doutes se sont rapidement portés sur l'ensemble du secteur bancaire mondial. La Suisse n'y a pas fait défaut et il ne fallait pas s'étonner que le CS dans ce contexte soit sous les feux des projecteurs. Les dirigeants de la banque ont eu de la peine à rassurer et convaincre les investisseurs dans leurs communiqués soulignant pourtant la solidité du bilan du CS, alors que le principal actionnaire (La Banque nationale saoudienne) déclarait au même moment ne pas être prêt à augmenter sa participation au-delà de 10%. Il laissait ainsi entendre sans le vouloir qu'il n'avait peut-être plus confiance dans les capacités de retournement et de redressement du titre, ce qui a eu pour effet d'exacerber les craintes des investisseurs à court terme.

Le soutien de la BNS attendu a déjà clairement eu un impact positif sur le titre CS qui regagne aujourd'hui +19.15% après la chute de -24.24% de mercredi. Le CS n'aura peut-être finalement que partiellement recours à l'avenir aux fonds promis par la BNS en cas de besoin, car le soutien déclaré de la banque centrale suisse suffira peut-être à rassurer ses clients et écarter les risques de pertes de valeurs forcées qui pouvaient faire craindre une similitude avec le cas SVB.

Perspectives des marchés financiers

Nous estimons qu'à ce jour, il semble toujours que la faillite SVB ne devrait pas avoir d'impact majeur sur les principaux acteurs du secteur financier américain. La réglementation américaine plus sévère pour les grandes institutions devrait limiter très

fortement ces risques, qui subsistent toutefois sur les institutions régionales soumises à des contrôles et des exigences de ratio de fonds propres moins stricts. Nous estimons qu'une contagion en Europe est également largement improbable. Toutefois, la vigilance reste naturellement de mise en cette période d'incertitude élevée. Les risques de pertes de valeurs sur les actifs détenus par les banques provoqués par la remontée rapide des taux d'intérêt ne peuvent être écartés.

La chute historique des rendements obligataires observée depuis quelques jours dans tous les marchés a paradoxalement un effet hautement modérateur et positif sur ces risques. En effet, un ajustement à la baisse des rendements obligataires sur la plupart des échéances aura pour conséquence directe une remontée des prix des obligations détenues par les banques et une diminution de leurs pertes théoriques ou « marked to market ».

Nous considérons cependant que la faillite de la SVB aura des conséquences plus importantes pour l'ensemble des actifs financiers que pour le secteur bancaire titrisé en lui-même.

En effet, la Réserve fédérale américaine qui a déjà réagi en apportant la liquidité nécessaire au secteur financier s'est clairement préoccupée des risques de stabilité du système. Sa préoccupation principale actuelle n'est plus tout à fait la même désormais. Elle hésitera certainement à remonter ses taux directeurs de 50 points de base comme elle l'envisageait auparavant pour lutter contre l'inflation, car elle mesure un peu plus clairement désormais le risque que sa politique de hausse de taux fait peser sur la valeur des actifs détenus par les banques et sur le système financier. Il est probable que la prochaine hausse de 0.25% le 22 mars soit finalement la dernière, en particulier si les mesures d'inflation poursuivent leurs tendances baissières.

Cette semaine sera donc lourde de conséquences pour la politique monétaire américaine qui changera de cap et qui verra peut-être enfin la dernière hausse de taux directeurs de 0.25% se concrétiser le 22 mars.

Mais en Suisse aussi, le cas CS aura selon nous des effets similaires sur la mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS le 23 mars et ensuite.

Les risques de hausses de taux sont clairement revus à la baisse, un renversement de paradigme à moyen terme qui devrait favoriser les actifs financiers.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch