

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE, ALLOCATION & STRATEGIE

En mars, **le spectre d'une crise financière** de la gravité de celle d'il y a une quinzaine d'années a resurgi. Bien que **certaines parallèles** puissent être mis en avant, en ce compris l'origine américaine et la contagion à l'Europe, il serait largement erroné de redouter une répétition, vu les **différences fondamentales** entre la situation d'aujourd'hui et celle de 2008. Nous reviendrons sur celles-ci ci-dessous, mais commençons par décrire ce qui s'est récemment déroulé.

Le rôle d'une banque commerciale

Pour cerner ce qui est en cause, il est important de rappeler le **rôle de base d'une banque**, en précisant sur ce qui est visé ici est la **fonction d'établissement de crédit**, et non pas l'activité de gestion patrimoniale. D'ailleurs, cette dernière, et Orcadia en est une manifestation, peut être exercée par une société qui n'est pas une banque. Fondamentalement, une banque est un **intermédiaire agrégateur** entre celles et ceux qui sont en surplus temporaire d'épargne, candidats prêteurs, et ceux et celles qui souhaitent emprunter. La banque se rémunère au travers de la marge d'intérêt, qui est la différence entre l'intérêt qu'elle perçoit sur les prêts et celui qu'elle verse sur les dépôts. Par l'effet de nombre, elle diversifie le risque de non-remboursement, et donc le réduit.

Outre cette fonction d'intermédiation, la banque remplit **une fonction de transformation des échéances**. Ceux qui empruntent pour acheter un logement ou pour investir dans leur entreprise préfèrent un financement à long terme, et mieux encore à taux fixe. A l'opposé, quelqu'un qui dépose de l'argent en banque préfère que celui-ci soit disponible rapidement, notamment pour pouvoir faire face à une dépense imprévue. La transformation d'échéance est aussi source de revenu pour la banque, puisque l'emprunteur est prêt à payer plus cher pour emprunter à long terme et le prêteur est disposé à percevoir un intérêt moindre pour ne s'engager qu'à court terme. Ici, aussi, la diversification de la clientèle est importante, et ici tant en termes de déposants que d'emprunteurs, pour limiter le risque inhérent à ce rôle de transformation.

Revers de fortune

Les craintes de nouvelles turbulences majeures dans le secteur bancaire sont apparues lorsque la **Silicon Valley Bank (SVB)**, la 16e banque des États-Unis, **a été confrontée à une crise de liquidité**. Ce qui a conduit au succès de la banque a pour partie contribué à sa chute, à savoir ses relations étroites avec les startups et les venture capitalists en Californie. Juste avant et pendant la crise du Covid, la banque a connu une très forte augmentation des dépôts qui lui sont confiés. L'afflux était si important qu'elle n'a pas été en mesure de fournir suffisamment de crédits commerciaux dégageant une marge d'intérêt jugée suffisante. Elle a dès lors investi le surplus dans des obligations d'État, moins rémunérateurs sauf à investir à nettement plus long terme.

Le retrait des dépôts en raison des besoins de trésorerie de certains déposants et le réinvestissement en obligations à court terme (qui sont devenus bien plus attrayantes que le taux de dépôt après les hausses de taux d'intérêt par la FED) par d'autres acteurs, ont forcé la banque à vendre une partie des obligations à long terme précédemment achetées. En raison de la forte hausse des taux d'intérêt, des pertes substantielles ont dû être encaissées, ce qui a affecté les fonds propres de la banque. L'annonce d'une augmentation de capital a provoqué l'effondrement du cours de l'action et une fuite accélérée des dépôts qui a fait couler la banque moins de 24 heures plus tard.

Quelques jours plus tard, les problèmes se sont propagés à l'Europe et le Credit Suisse, déjà vu comme fragile en raison d'opérations financières spéculatives malheureuses et de pratiques suspectes, **a été confronté à un problème similaire de retraits massifs**. En une semaine, sous une forte pression des autorités suisses, la banque a été rachetée par son principal concurrent, à savoir UBS.

Des problèmes spécifiques

SVB se caractérisait par une combinaison de caractéristiques que nous ne voyons heureusement guère dans d'autres banques américaines. D'abord, la **clientèle** était très **concentrée**, et la croissance des dépôts a été exceptionnellement élevée, semant les germes de problèmes ultérieurs. De plus, **la quasi-totalité des dépôts dépassait la limite du système américain de garantie des dépôts (USD 250 000)**, générant une crainte de non-remboursement et donc une fuite particulièrement rapide des dépôts dès les premières difficultés connues. **Enfin, le risque de taux d'intérêt** sur les actifs achetés (en particulier les obligations d'État américaines) n'était **pas ou peu couvert**, ce qui exposait la banque à des pertes latentes très importantes en cas de remontée des taux.

Pour sa part, **le Credit Suisse sentait le soufre, en proie à différents scandales, et cela depuis un certain temps, de telle sorte qu'il perdait des clients et des dépôts depuis des mois**. L'effondrement de SVB a ramené la question de la fragilité bancaire au premier plan, avec un accent sur la possible fuite des déposants (cas dit de « bank run »), et les opérateurs de marché ont rapidement perçu que le Credit Suisse était directement concerné, au point de de pouvoir survivre en tant qu'entité indépendante.

Pas de « bis repetita »

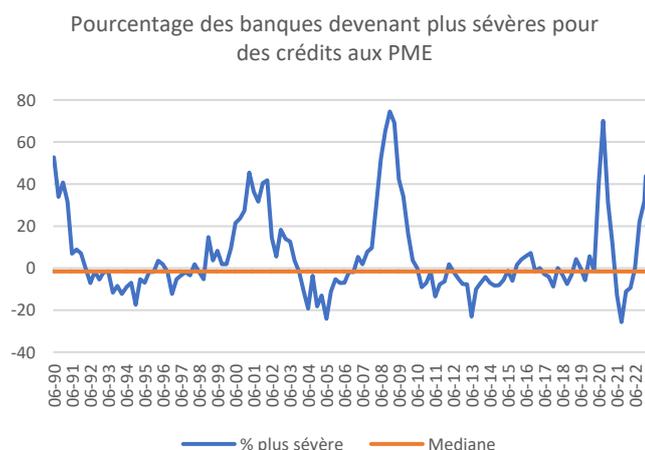
Nous voyons un certain nombre de **différences fondamentales** entre les événements récents et la crise bancaire de 2008. Une première différence, et peut-être la plus importante, est qu'à l'époque, **des produits extrêmement complexes, dits sans risque** (par exemple, les CDO et leurs dérivés sur les prêts hypothécaires à risque) **ont laissé des trous dans les fonds propres** de certaines banques, **ce qui a entraîné une fuite des dépôts**. **La fuite des dépôts d'aujourd'hui a forcé la réalisation de moins-values latentes sur des actifs dont il ne fait aucun**

doute qu'ils seraient remboursés à l'échéance. En d'autres termes, la qualité des emplois bancaires était douteuse à l'époque, pas maintenant.

Une autre différence fondamentale est que **les gouvernements ont tiré des leçons de la crise financière** de 2008. D'abord, face à des tensions, ils ont cette fois-ci agi avec célérité et détermination, sans laisser planer de doute sur le sauvetage et l'indemnisation intégrale des déposants. Cela fait un monde de différence par rapport au non-sauvetage de Lehman Brothers en septembre 2008. De plus, les **règles prudentielles** s'appliquant aux banques ont été **sensiblement durcies**, sous le nom générique de normes Bâle III. Les exigences de fonds propres ont été considérablement augmentées et des ratios de liquidité ont été introduits. Au passage, s'agissant de ces normes de Bâle, du nom de la ville abritant la « banque des Banques centrales », à savoir la Banque des Règlements Internationaux (BRI), il y a une différence significative entre l'Europe et les États-Unis. En raison d'une modification de la loi par D. Trump, seules les très grandes banques, avec un bilan de plus de 250 milliards de dollars, sont restées soumises à cette législation aux États-Unis, et SVB s'en est retrouvée exemptée.

Quelles conséquences macroéconomiques ?

Il est encore trop tôt pour pouvoir évaluer correctement les conséquences sur l'économie et les marchés financiers. Ceux-ci seront probablement double. **Premièrement, un nouveau durcissement des règles prudentielles**, qui aura un impact négatif sur la rentabilité des banques. **C'est une mauvaise nouvelle pour le secteur, mais peut-être pas pour l'économie et le marché dans son ensemble, car le risque diminuera.** La robustesse a une valeur sous-estimée jusqu'au moment où l'accident intervient ! Deuxièmement, il y a de fortes chances que les banques américaines (surtout les plus petites) soient moins enclines à accorder des crédits, afin de maintenir leurs bilans suffisamment liquides. Nous avons déjà parlé des **conditions de crédit** dans le Spotlight précédent et il y a de fortes chances qu'elles se **resserrent encore davantage**, ce qui aura un **impact négatif sur la croissance économique.**



Source: FRB – Senior Loan Officer Survey

En Europe aussi, nous avons constaté – bien que dans une moindre mesure – un resserrement des conditions de crédit, mais nous nous attendons à peu ou pas d'influence des vicissitudes actuelles sur la conjoncture.

Le resserrement des conditions de crédit pourrait freiner **l'activité économique** qui s'est de nouveau **améliorée** au cours

des derniers mois. Les **chiffres PMI services publiés aux États-Unis** ont confirmé que la forte baisse de janvier était bien un « accident de parcours ». Les données industrielles, en revanche, restent faibles. **Les dépenses de consommation sont également plus qu'à la hauteur.** Les chiffres les plus récents indiquaient une croissance de pas moins de 3 % sur une base mensuelle, significativement plus que prévu (1,8 %) et l'une des plus fortes augmentations des 20 dernières années. Les commentaires d'un certain nombre d'entreprises indiquent toutefois qu'une certaine évolution vers des produits moins chers se remarque, ce qui pourrait indiquer que les consommateurs – du moins un certain nombre d'entre eux – deviennent plus sensibles aux prix.

Nous avons déjà évoqué l'évolution favorable du prix du gaz en Europe dans notre Spotlight de février. Depuis, il a encore baissé, **rendant plus probable le scénario favorable d'une surprise positive de la facture énergétique**, qui serait à son tour bénéfique pour la croissance européenne. Les chefs d'entreprise sont également devenus nettement plus positifs. **L'indicateur PMI avancé a grimpé à 52,3** (contre 50,3 en janvier), **nettement mieux que** la légère hausse (à 50,6) **attendue** par les économistes. De bonnes nouvelles arrivent aussi de **Chine**. Il semble de plus en plus que notre scénario d'un consommateur chinois « dépensier » après le confinement semble se réaliser. Nous constatons également une **très forte augmentation des PMI**, qui se trouvent maintenant au plus haut niveau de ces dernières années.



Source: Bloomberg – China Composite PMI

Et comme, contrairement à l'Occident, l'inflation en Chine est plutôt faible, il semble peu probable que la banque centrale intervienne pour freiner la reprise.

... et quels effets financiers ?

Les nouvelles économiques (plus) favorables ne facilitent pas la tâche des banques centrales occidentales. Certains signes indiquent que le rythme de décline de l'inflation fléchit tant en Europe qu'aux États-Unis. Particulièrement en Europe, deux sous-composantes se contredisent largement. **La forte baisse de l'inflation énergétique** (désormais, une déflation marquée) **fait face à une hausse importante des prix alimentaires.** Pour l'instant, les prix de l'énergie prennent le dessus, mais cela pourrait changer rapidement étant donné le poids plus élevé de l'alimentation dans le panier de référence utilisé pour mesurer l'inflation globale. Cela obligerait les banques centrales à resserrer davantage leur politique monétaire. Or, les dernières semaines ont clairement montré qu'un tel

resserrement pouvait mettre la pression sur les banques et donc mettre en péril la stabilité financière, ce que les banques centrales veulent naturellement éviter à tout prix.

Nous avançons depuis longtemps que **les banques centrales ne voudront pas prendre** le risque de voir l'économie « mourir guérie », à savoir courir le risque **d'une grave dépression causée par la lutte contre l'inflation**. Elles pourraient **arrêter de resserrer leur politique avant que l'inflation structurelle tombe en-dessous de 2%**, un chiffre arbitraire de toute façon. Une certaine **inflation aide**, sous réserve de répression financière, c'est-à-dire de taux d'intérêt réels comprimés, à **écarter les peurs relatives à l'endettement**, tant public que privé. De plus, le **coût économique pour faire absolument revenir l'inflation à 2% pourrait être disproportionné**. Les turbulences actuelles dans le secteur bancaire renforcent encore ce point de vue. Le **corollaire est alors que l'inflation peut rester plus élevée que les attentes actuelles du marché pendant une période plus longue**. Selon nous, cela renforce l'attrait des obligations indexées sur l'inflation.

Ce que nous avons vu récemment sur les marchés renforce notre préférence, en matière d'obligations, pour les titres émis par des Etat et/ou des entreprises de (très) bonne qualité de

crédit. Les **obligations AT1** (abréviation de Additional Tier 1), également connues sous le nom de **CoCos** (Contingent Convertibles), émises par le Credit Suisse sont devenues sans valeur du jour au lendemain. Depuis la création d'Orcadia AM, nous trouvons que **ce type de produit n'a pas sa place dans un portefeuille de clients privés** ou dans une SICAV qui leur est destinée. Juridiquement, ce sont des obligations, mais dans la pratique, elles se comportent plutôt comme des actions, voire pire (les actionnaires de Credit Suisse, eux, n'ont pas tout perdu). Nous pensons que si celui qui court tout le risque de baisse fait mieux de bénéficier du potentiel de hausse et donc, en d'autres termes, d'acheter les actions.

Malgré l'amélioration de la situation économique, nous **maintenons notre allocation neutre en actions**. En dépit des craintes bancaires, les marchés n'ont pas ou à peine baissé sur le mois et il n'est pas exclu que nous assistions à de nouvelles poussées de volatilité. **Nous préférons attendre plus de clarté**, y compris sur les résultats des entreprises, avant de penser à une pondération plus élevée en actions.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof

13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg

Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.