

STRESS BANCAIRE, UN VECTEUR DE VOLATILITÉ FORTE SUR LES MARCHÉS

16 MARS 2023

Note au lecteur : les conditions actuelles de marché évoluant très rapidement, les éléments mentionnés dans ce focus, bien que considérés comme fiables le jour de la rédaction de ce document, peuvent devenir rapidement obsolètes. Cette communication publicitaire est destinée à des investisseurs professionnels.

Achévé de rédiger le 16/03/2023 à 11h30.

Mercredi 8 mars : début du stress aux États-Unis

Mercredi 8 mars et jeudi 9 mars, une fuite de déposants sans précédent de 42 Mds\$ a acculé à la faillite Silicon Valley Bank (SVB), la seizième banque des États-Unis. Le vent de panique est né d'appels lancés par d'importants fonds de capital-risque pour que leurs partenaires fuient SVB (un phénomène connu sous le nom de « bank run »), menacée par un manque de liquidités, après avoir été contrainte de solder son portefeuille d'obligations du Trésor de 21 Mds\$, avec à la clé une perte de 1,8 Md\$ en raison de la remontée des taux des derniers trimestres. En théorie, le phénomène de « bank run », ou « course au guichet », est un événement marqué par des demandes massives et simultanées de retraits d'argent par les clients d'une banque, qui court le risque selon les rumeurs entendues de ces mêmes clients, de devenir insolvable. Or c'est en ne parvenant plus à honorer ces retraits massifs qu'elle devient effectivement insolvable, d'où le caractère auto-réalisateur du phénomène.

• La faillite de SVB dans le détail

Spécialisée dans le financement des start-ups et des fonds de capital-investissement du secteur high-tech, le succès de SVB reposait sur sa capacité à accompagner la croissance de ces sociétés qui ont levé massivement des capitaux au cours des cinq dernières années. SVB affichait donc un modèle économique très particulier, avec une structure de bilan qui ne correspond en rien à ce qu'une banque régionale affiche habituellement. La structure des dépôts était donc concentrée sur les « Venture capitalist » et fonds de capital-risque et non pas sur les clients particuliers. Ses dépôts ont quadruplé, passant de 44 Mds\$ fin 2017 à 189 Mds\$ fin 2021. Dans le même temps, l'encours de ses prêts passait de 23 à 66 Mds\$, permettant ainsi à la banque de placer 128 Mds\$ dans des actifs sans risque de contrepartie, comme des obligations hypothécaires ou des obligations d'État. Ainsi, l'actif de la banque comprenait une proportion importante en obligations (principalement en Treasuries et MBS), il était donc aussi plus sensible que la moyenne à la variation des taux. Mais l'augmentation de capital de 1,8 Md\$ à la suite de la perte mentionnée plus haut (sans que cela ne soit demandé par le régulateur) aurait normalement dû se passer sans émotion particulière.

• Diagnostic

Malgré un modèle économique rentable sur le long terme et des ratios de capital adéquats, nous avons identifié plusieurs facteurs expliquant les difficultés de la société :

- Manque de diversification en termes de clientèle (entreprises et individus travaillant dans la Silicon Valley dans des entreprises technologiques), en termes géographiques (grande majorité des revenus provenant de Californie), mais aussi et surtout en termes de source de « funding », les dépôts clients représentant 82% du passif et ces dépôts étant peu granulaires et concentrés sur plusieurs gros clients.

- Une mauvaise gestion ALM, notamment liée à son portefeuille d'investissement disproportionné (représentant 71% de l'actif en 2022). En effet, l'essentiel du bilan de SVB était investi dans des obligations d'État américaines ainsi que des MBS, des obligations qui ont subi des grandes pertes de valorisation à cause de la remontée récente et rapide des taux aux États-Unis. Pour éviter de poster ces pertes directement et les garder latentes, SVB a décidé de placer en « Amortised Cost » la grande majorité du portefeuille. Normalement, les banques couvrent (au moins partiellement) le risque de taux de leurs portefeuilles d'investissement avec des dérivés, mais ici cela n'a pas été fait.
- Des rumeurs de problèmes de liquidité dans SVB ont été partagées par des personnalités clés de la Silicon Valley (Peter Thiel, ex-cofondateur de Paypal, entre autres), ce qui a eu pour effet la demande de retrait massif de liquidité en milieu de semaine passée (42 mds\$ de demande de retrait en une seule journée, soit 20% du bilan de la banque).
- Étant donné la taille modérée de la banque, le régulateur est moins exigeant sur certains aspects, entre autres en termes de « funding » et de liquidité (pas d'obligation de publier de LCR ni NSFR).

Dimanche 12 mars : les régulateurs à la manœuvre

De façon à anticiper un risque de propagation systémique via ce phénomène de « bank run », la Réserve fédérale américaine a pris les devants. Afin de rassurer les marchés dès l'ouverture lundi 13 mars, elle a mis en place un mécanisme de garantie des dépôts et a assuré un accès à la liquidité pour les banques pour éviter la fuite des dépôts.

• Les réactions des régulateurs

Dans le détail, les autorités américaines réunissant le Trésor, la Fed et l'Autorité de sauvegarde des dépôts, sont intervenues avec les mesures d'urgence suivantes pour prévenir toute contagion :

- Tous les dépôts seront garantis ce qui veut dire que l'autorité de sauvegarde des dépôts comblera la différence entre les dépôts de la banque et ceux que la vente des actifs permettra de recouvrer (y compris les dépôts de plus de 250 000 \$).
- Un programme de fourniture de liquidité à des conditions assouplies de collatéral (bank term funding program) est lancé à destination des banques pour pouvoir faire face à une panique de type « bank run » s'il avait lieu. Les conditions d'accès à la facilité sont assouplies, le collatéral sera valorisé au pair, ce qui veut dire que les Banques seront en mesure de monétiser des titres au-dessus de leur valeur de marché si besoin.

Outre SVB, les autorités américaines permettent l'accès à tous les dépôts d'un autre établissement, Signature Bank, qui a été fermé d'office par le régulateur. Il s'agit d'un établissement new-yorkais, la 21^e banque américaine dont les actifs sont estimés par la Fed à 110 Mds\$. Une troisième banque

a fermé, Silvergate Bank, beaucoup plus petite mais connue pour ses liens avec le milieu des cryptomonnaies.

• Perspectives court terme

Ces mesures rassurent les banques américaines à court terme mais l'environnement demeure mouvementé. Les banques américaines ont en général des ratios L/D inférieurs à 1, ce qui signifie qu'elles disposent d'excès de dépôts. En moyenne, la proportion d'obligations dans le bilan des banques américaines est très largement inférieure à celle de SVB. Le « marked to market » a donc moins d'impact potentiellement sur les fonds propres. Par ailleurs, ces obligations ont vocation à être détenues jusqu'à maturité, ce qui signifie que la moins-value est virtuelle. Elle ne se concrétise qu'un cas de vente forcée, comme lors d'un « bank run », ce qui a été le cas sur SVB. D'autre part, la base de dépôts des banques régionales traditionnelles est beaucoup plus inerte, les « bank run » sont moins probables.

En Europe, les autorités britanniques ont annoncé à l'aube lundi 13 mars que la branche britannique de SVB avait été vendue à HSBC, qui a précisé l'avoir acquise pour une livre symbolique. Les clients de SVB au Royaume-Uni peuvent donc accéder à leurs dépôts et leurs services bancaires normalement dès l'ouverture des marchés lundi. Les banques de la zone Euro n'affichent pas du tout le même profil que les banques régionales américaines susmentionnées, elles sont très liquides et beaucoup plus diversifiées en termes de clientèle.

Mercredi 15 mars : Crédit Suisse dans la tourmente

L'action Crédit Suisse a chuté d'environ -30% en séance, portant son recul à -40% sur un mois et -80% sur un an. Dans la tourmente depuis plusieurs mois, l'emballement du titre fait suite à l'annonce du principal actionnaire, la Saudi National Commercial Bank, qu'elle ne réinjecterait pas de capital dans Crédit Suisse comme elle l'avait fait lors de l'augmentation de capital réalisée l'année dernière en lien avec le plan de restructuration.

• La crainte sur Crédit Suisse dans le détail

La Saudi National Commercial Bank détient actuellement 9,88% du capital de Crédit Suisse et ne souhaite pas dépasser le seuil de 10% pour des questions réglementaires. Cette mauvaise nouvelle s'ajoute à celle de la semaine dernière en provenance d'un actionnaire de long terme, Harris Associates, de la vente au cours des derniers mois de la totalité de sa participation dans Crédit Suisse. Par ailleurs, Crédit Suisse avait annoncé le 9 mars dernier le report de la publication de son rapport annuel à la suite de l'avertissement de la Stock Exchange Commission (SEC) sur la publication du rapport 2022, avec des questions précises sur les tableaux de cash-flow 2019 et 2020. Ce rapport annuel a finalement été publié mardi 14 mars 2023.

• Diagnostic

L'établissement était en difficulté depuis plusieurs mois. Les provisions passées pour couvrir différents scandales (dont la débâcle du hedge fund Archegos ou la faillite de la fintech Greensill), les pertes sur les actifs de la banque d'investissement, et les retraits d'encours dans les branches Wealth Management, Asset Management et Banque Privée ont fini par fragiliser la position de liquidité du Groupe. Dans ce contexte, les retraits de dépôts risquent de s'accélérer, et pourraient ainsi conduire à de nouvelles pertes sur les activités traditionnelles alors que la Banque d'Investissement pourrait être contrainte de céder des actifs dans des conditions défavorables, creusant encore de nouvelles pertes.

Le superviseur suisse (FINMA) jouera un rôle clé dans le sauvetage du Groupe avec l'objectif affiché d'assurer la poursuite des activités suisses du Groupe, afin de préserver l'écosystème financier national. Les conditions actuelles, le plan de restructuration en cours et les pertes à absorber sur les actifs non stratégiques et les litiges nécessitent un nouveau besoin de recapitalisation de l'ordre de 10 Mds CHF. La défiance des marchés ne permet plus à Crédit Suisse d'organiser un plan de sauvetage via un adossement à une banque ou via une recapitalisation. D'autres options sont sur la table pour renforcer sa solvabilité.

Jeudi 16 mars à l'aube : les régulateurs Suisse à la manœuvre

La Banque Nationale Suisse et la FINMA ont annoncé dans la nuit l'ouverture d'une ligne de crédit colatéralisée de 50 Mds CHF pour permettre à Crédit Suisse de conforter sa liquidité et effectuer une opération de rachat de dette (3 Mds CHF).

• Les réactions des régulateurs

De fait, la BNS tente de neutraliser avec cette ligne le risque systémique en apportant un soutien implicite au secteur. En effet, en apportant la liquidité (contre un dépôt de titres de haute qualité), le BNS limite l'érosion du capital de Crédit Suisse inhérentes aux ventes forcées d'actifs, elle gagne ainsi du temps pour mettre en place un plan de restructuration.

En autorisant le rachat de dettes décotées, la BNS recapitalise implicitement Crédit Suisse sans pour autant déroger aux règles de bail et apporter un soutien explicite à la banque. Avec cette réaction du régulateur, le risque de contagion semble contenu pour le moment.

• Perspectives court terme

Comme attendu, les autorités suisses, à savoir la Banque nationale suisse, et le superviseur bancaire, la Finma, se sont exprimées pour rassurer les marchés et ainsi neutraliser le risque systémique. L'enjeu est de gagner du temps pour stabiliser la liquidité et limiter l'érosion du capital tout en étudiant les différentes options possibles.

Crédit Suisse est une banque en restructuration depuis longtemps, le régulateur est dans leur locaux à ce sujet depuis plusieurs semaines. L'emballement vient de la conjonction de plusieurs facteurs, le stress issu de l'affaire SVB, le retard de la publication des comptes, et la déclaration de son actionnaire de référence. Les autres banques de la zone euro ne présentent pas les mêmes risques sur leurs fondamentaux mais le stress demeure car la situation évolue vite, notamment en matière de liquidité où les tensions peuvent devenir auto-réalisatrices, d'où l'importance de l'intervention des banquiers centraux.

Une fois celle-ci intégrée par les marchés, et la volatilité retombée, l'impact du phénomène sur les valorisations des entreprises du secteur financier pourront offrir des opportunités d'investissement, en demeurant sélectifs quant à la qualité des fondamentaux.

Achevé de rédiger le 16/03/2023 à 11h30.

Cette communication publicitaire est destinée à des investisseurs professionnels et contreparties éligibles au sens de la Directive « MIF 2 » n°2014/65/UE et 2016/1034 relative aux marchés d'instruments financiers. Son contenu n'est pas destiné à une clientèle de particuliers et il ne doit pas être utilisé comme support de présentation à leur destination.

Cette communication publicitaire est établie par Ofi Invest Asset Management, société de gestion de portefeuille (APE 6630Z) de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous l'agrément n° GP 92-12 – FR 51384940342, Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros, dont le siège social est situé au 22, rue Vernier 75017 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 384 940 342.

Les sociétés citées ne le sont qu'à titre d'information. Il ne s'agit ni d'une offre de vente, ni d'une sollicitation d'achat de titres. Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction de la communication qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

La valeur d'un investissement sur les marchés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, et peut varier en raison des variations des taux de change. En fonction de la situation économique et des risques de marché, aucune garantie n'est donnée sur le fait que les produits ou services présentés puissent atteindre leurs objectifs d'investissement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

FA23/0043/16092023