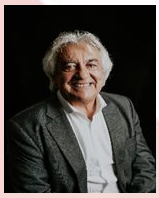

Lettre hebdomadaire HPC n°241, Lundi 27 mars 2023

Jean-Noël VIEILLE- Chief Economist pour HPC, membre du Groupe OTCex

Risque bancaire et hausse des taux !

La Suisse n'est plus vraiment un paradis financier.

La Suisse est un très beau pays. On y mange du chocolat, de l'Appenzeller, fromage presque aussi bon que le Comté, on peut y faire du ski, y trouver du bon vin, des montres et aussi y placer son argent. Pays neutre politiquement, utilisant largement le principe du consensus pour gouverner et le recours au referendum, (le Président Macron pourrait y faire un stage de formation politique), bref, un pays de rêve ! Cette vision idyllique de la Suisse a connu un léger contretemps avec le rachat précipité du Credit Suisse par UBS avec un prix faible pour les actionnaires, 40% du dernier cours de bourse qui avait déjà baissé sur un an de plus de 70% et surtout en spoliant de nombreux porteurs de dettes obligataires.

Phase de stabilisation !

Au 24/03/2023					
Indices	**Perf 2023**	**Perf 1 sem**	**Perf Février**	**Perf 2022**	**Perf 2021**
Cac 40	8,4%	1,3%	2,6%	-9,5%	28,9%
Eurostoxx 50	8,9%	1,6%	1,8%	-11,7%	21,0%
DAX	7,4%	1,3%	1,6%	-12,3%	15,8%
Dow Jones	-2,7%	1,2%	-4,2%	-8,8%	18,7%
Nasdaq	13,0%	1,7%	-1,1%	-33,1%	21,4%
Nikkei	4,9%	0,2%	0,4%	-9,4%	3,6%

Le secteur financier sous pression concernant l'évolution des marges d'intermédiation

Les développements concernant les banques vont obliger les banques centrales à clarifier leurs stratégies sur l'année 2023. En cause, la confiance tant en Europe qu'aux Etats-Unis quant à la solidité du système financier. Difficile de dire combien de temps il faudra pour rétablir cette confiance. Les difficultés des banques ne sont pas liées à des actifs peu liquides ou peu transparents répartis dans les bilans des banques, comme ce fut le cas en 2008. La disparition de SVB a mis l'accent sur l'évolution des marges d'intermédiation, le coût et la stabilité des dépôts et les pertes potentielles sur les obligations d'État détenues par les banques à l'actif. Cela renvoie à une question de bonne gestion actif/passif. Cette crise pourrait réduire les marges d'intérêt nettes qui ont atteint le niveau le plus élevé de la décennie au quatrième trimestre 2022 et entraine une baisse des perspectives de résultat du secteur et la baisse des valorisations.

Le rachat du Credit Suisse en question

Un peu de pédagogie sur les AT1

UBS a accepté d'acheter Credit Suisse pour 3 Md FS avec une dépréciation complète de 16 Md d'obligations AT1 en créant une crise de confiance. A la suite de la crise financière de 2008-2009, des réglementations telles que Bâle III ont été mises en œuvre afin de renforcer le bilan des banques et de rendre le secteur plus résistant aux chocs exogènes. Le ratio Tier 1, une mesure clé de la solidité du bilan d'une banque, se situe ainsi à plus de 13% pour les grandes institutions financières européennes, soit plus de deux fois les niveaux observés avant 2008. Les dernières décisions réglementaires et politiques mises en place lors de la pandémie ont joué un rôle d'amortisseur, avec une évaluation moins stricte des provisions, sans oublier la suspension de la distribution des dividendes, de nouveau permise en 2022. Ces différentes initiatives prises pour protéger le système bancaire s'avéraient propices à la dette AT1 (Additional Tier 1) en

permettant en théorie de maîtriser les trois grands risques liés à la dette obligataire. Le premier, le risque de coupon, représente la possibilité pour les banques de les suspendre en période de fortes tensions. Bien que la BCE ait recommandé la suspension des dividendes d'actions jusqu'à janvier 2021, cela ne s'est pas appliqué aux coupons des AT1, et le régulateur financier s'est montré clair. La rétention des fonds propres au sein du bilan d'une banque, plutôt que leur distribution aux investisseurs actions, permet de renforcer l'institution financière et constitue un élément positif pour les investisseurs obligataires. Les obligations AT1 sont des instruments perpétuels, avec aussi une possibilité de remboursement «call» à intervalles réguliers. Le deuxième risque inhérent à ces obligations est le risque d'extension, dans la mesure où les AT1 peuvent ne pas être rappelées par l'émetteur à la première date possible. Historiquement et malgré la forte volatilité du marché, les AT1 ont en grande majorité été remboursés dès la première date de rappel. Enfin, le troisième risque est le risque de déclenchement «trigger risk». Si les fonds propres d'une banque tombent en dessous d'un seuil prédéfini «trigger», la dette AT1 peut être convertie en action ou dépréciée (de manière temporaire ou permanente). Le pari des investisseurs était que, les banques étant mieux capitalisées aujourd'hui que par le passé, un scénario de dépréciation était peu probable. La décision des régulateurs suisses a donc surpris les marchés et a déclenché des baisses dans d'autres AT1 européens et asiatiques, qui avaient déjà commencé à chuter la semaine dernière. Les propriétaires d'obligations du Credit Suisse sont furieux parce qu'UBS paiera 3 Md$ aux investisseurs en actions et rien aux porteurs d'obligations AT1. Les déclencheurs d'annulation des obligations AT1 diffèrent selon les pays et les conditions spécifiques des émetteurs. La BCE et d'autres régulateurs de l'UE l'ont souligné en critiquant les autorités suisses et en tentant de calmer les investisseurs. Leur confiance dans ce marché de 275 Md$ en a quand même pris un coup. Les billets perpétuels d'importants prêteurs en Asie ont perdu jusqu'à 20%, des niveaux rarement vus. Les prix des AT1 européens ont aussi perdu de la valeur dans certains cas. Les AT1 sont souvent portés par les hedge funds asiatiques, qui les considéraient comme offrant des rendements élevés à faible risque. Les rendements affichés, pour de nombreuses banques, étaient souvent le double de ceux de la dette senior et ont donc attiré plus d'institutionnels ces dernières années. Les AT1 ont aidé aussi les émetteurs à satisfaire aux exigences réglementaires en matière de capital. La déroute actuelle soulève des questions délicates de valorisation. Si les autorités financières nationales peuvent les anéantir avant les capitaux propres, les investisseurs devront tarifer les AT1 en conséquence en recherchant des rendements qui pourraient devenir prohibitifs pour les émetteurs.

Les investisseurs pensaient que ces AT1 étaient assez sécurisés.

Nouvelle exigence demandée par les investisseurs.

La Fed un peu plus accommodante ?

La Réserve fédérale a annoncé une hausse des taux de 0,25%, en dépit des récentes turbulences du secteur bancaire et a signalé qu'elle pourrait arrêter sa stratégie de resserrement monétaire. Le taux des fonds fédéraux se situe dans une nouvelle fourchette cible de 4,75% à 5%, niveau le plus élevé depuis 2007. Dans son communiqué, la Fed a déclaré que le système bancaire américain était "sain et résilient", mais qu'il y avait une incertitude après la faillite de deux banques. Le communiqué a supprimé l'avertissement souvent mentionné selon lequel des "augmentations continues" seraient nécessaires pour maîtriser la flambée de l'inflation. .Au lieu de cela, le comité a déclaré qu' "un resserrement supplémentaire de la politique pourrait être approprié" pour ramener l'inflation à l'objectif de 2%. La hausse des taux intervient à un moment de grande incertitude quant à savoir si le gouvernement américain en a fait assez pour éviter une crise généralisée résultant de l'implosion de Silicon Valley Bank et de Signature Bank. Le président de la Fed a déclaré que les mesures prises en réponse aux crises, y compris une garantie pour tous les dépôts détenus auprès des deux prêteurs et une nouvelle facilité de prêt de la Fed, "démontrent que les économies des déposants sont en sécurité". Signe à quel point

La Fed pourrait désormais ne plus augmenter ses taux.

les récentes faillites bancaires ont modifié le comportement de la Fed, le débat, il y a quelques semaines s'était concentré sur la question de savoir si elle devait accélérer le rythme de ses hausses de taux en optant pour une augmentation de 0,5%, alors que cette semaine, les turbulences bancaires ont incité le comité de la Fed à "envisager" une pause, c'est-à-dire aucune hausse des taux. Powell a toutefois rejeté l'idée selon laquelle la banque pourrait réduire ses taux cette année. Le rendement du Trésor à deux ans a chuté, indiquant des attentes plus faibles de hausse des taux d'intérêt à venir. Ne pas augmenter aurait révélé davantage d'inquiétudes concernant le système bancaire américain et la Fed suppose que les conditions de crédit vont se resserrer en raison de la tourmente bancaire et cela se répercutera sur l'économie et sur l'inflation. La décision s'accompagne de révisions des projections de la politique monétaire jusqu'à la fin de 2025 ainsi que de prévisions de croissance, de chômage et d'inflation. Le taux directeur devrait culminer à 5% à 5,25% cette année et serait maintenu jusqu'en 2024. Il est prévu une série de baisses de taux d'ici la fin de l'année prochaine, jusqu'à 4,3%. La croissance économique devrait ralentir à 0,4% cette année avant de rebondir à 1,2% en 2024 et à 1,9% en 2025. Le taux de chômage culminerait à 4,6% en 2024. L'indice des prix des dépenses de consommation oscillerait autour de 3,6% d'ici la fin de 2023, avant de tomber à 2,6% en 2024. Les deux estimations sont supérieures de 0,1% à celles de décembre. La Fed a été aussi critiquée sur l'efficacité de son rôle de surveillance des institutions financières. Le sénateur républicain Scott et la démocrate Warren ont présenté un projet de loi bipartite qui remplacerait l'enquêteur interne de la Fed par une personne nommée par le président.

Pas de baisse des taux US avant 2025 !

Dans l'attente des chiffres des entreprises pour le premier trimestre 2023.

Point positif de ce milieu de semaine, les banques centrales et surtout la Fed prennent en compte l'inflation mais aussi la situation économique et plus généralement l'environnement financier. Manifestement, les faillites bancaires ont pesé sur les décisions de la Fed de n'augmenter les taux que de 0,25% contre 0,5% attendu. Les risques de récession restent toujours modérés à court terme. Nous allons bientôt entrer dans la présentation des résultats du premier trimestre 2023 des entreprises. Cela nous permettra d'avoir une meilleure visibilité à court terme. Le point important est l'évolution des croissances bénéficiaires attendues sur les exercices 2023 et 2024. Si les tendances ne bougent pas, alors il existe de réelles opportunités d'investissement. Les secteurs attractifs restent le secteur bancaire, l'automobile, les biens de consommation et aussi le secteur santé car ces valeurs présentent de fortes décotes.

Attente d'une meilleure visibilité !

Avertissement

Cette publication n'est pas destinée aux clients particuliers ou individus privés mais est destinée exclusivement à des Clients Professionnels ou des Contreparties Eligibles au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II. Elle a été préparée par HPC SA, un prestataire de service d'investissement autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR) sous le numéro 11478 et régulée par l'Autorité des Marchés (AMF). Elle a une vocation d'information générale et ne tient pas compte de la situation ou des objectifs financiers de ses lecteurs. Elle ne constitue pas, directement ou indirectement, une offre ou une sollicitation pour la souscription, l'achat ou la vente d'instruments financiers, ni pour tout autre type de transaction. Aussi, les informations qui y sont contenues ne devraient pas être considérées comme un conseil, une recommandation ni une recherche au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II et de ses règlements délégués. Il s'agit d'une communication à caractère promotionnel d'information économique, financière et de marché.

Les informations contenues dans cette publication ont été obtenues à partir de sources réputées fiables, mais ces informations n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de HPC. En conséquence, HPC ne garantit pas leur exactitude, exhaustivité ou fiabilité, et décline dès lors toute responsabilité y afférente. Les opinions, estimations et projections exprimées dans cette publication sont celles de ses différents contributeurs à la date de diffusion de cette communication. Elles ne reflètent pas nécessairement les opinions d'HPC et peuvent être modifiées sans avis préalable. HPC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour, modifier ou amender le contenu de cette communication ou d'informer son destinataire dans le cas où des opinions, estimations et projections émises venaient à changer ou devenaient inexactes. Toute perte financière ou autres conséquences découlant de l'utilisation des informations contenues dans cette publication relève de la responsabilité unique et exclusive de l'investisseur et HPC décline toute responsabilité en relation avec une telle perte ou autres conséquences. Les prix et la disponibilité des instruments financiers peuvent changer sans préavis.