



# STRESS SUR LES VALEURS BANCAIRES AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE : QUE PENSER DE SON IMPACT SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ?

Analyse de Natixis Investment Managers Solutions au 16/03/2023 à 10h15

## Les marchés financiers sont secoués par deux événements bancaires distincts depuis le 9 mars : SVB et Crédit Suisse.

- La première phase de volatilité est intervenue suite à l'annonce des déboires puis de la faillite de la Silicon Valley Bank, 16<sup>e</sup> banque américaine, et de deux autres banques de plus petite taille. Cet épisode a été rapidement géré par les autorités américaines mais a laissé des traces dans la psychologie des investisseurs.
- Après une brève période d'accalmie, les marchés ont subi une nouvelle phase de stress ce mercredi 15, suite à la chute du cours de Crédit Suisse, deuxième groupe bancaire suisse : l'annonce par la Saudi National Bank, principal actionnaire (9,9 % du capital), selon laquelle elle n'était pas en mesure d'accroître sa position au capital de la banque (pour des raisons notamment réglementaires). Cette déclaration a suscité des craintes quant à la capacité de la banque à renforcer ses capitaux propres pour compenser les pertes affichées : en février la banque helvétique avait fait état d'une perte nette de près de 7,4 milliards d'euros pour l'exercice 2022 - sous l'effet de retraits massifs des dépôts de ses clients - et avait dit anticiper une perte avant impôts « substantielle » en 2023. Le cours de Crédit Suisse a cédé mercredi plus de 24 % (après avoir abandonné 31 % en séance) et a entraîné l'ensemble des valeurs bancaires européennes à la baisse. Le groupe, qui se classe parmi les 30 banques dans le monde considérées comme « trop grosses pour faire faillite », ne valait plus qu'un peu moins de 6,7 milliards de francs suisses hier soir.

## Les conséquences de ces deux épisodes sur les marchés financiers ont été brutales et ont laissé des traces.

- Sur les marchés d'actions tout d'abord : entre le 8 et le 15 mars, les indices S&P 500 et Stoxx Europe 600 ont reculé respectivement de 3,6 % et de 5,2 %, tandis que l'indice S&P500 Banks et l'Euro Stoxx Banks ont chuté de plus de 16 %. Sur la seule séance du mercredi 15, l'indice Euro Stoxx Banks, jusqu'à présent favori des investisseurs depuis le début de l'année, a ainsi dévissé de 8,4 % à la clôture. Si le stress a été moins important pour les grandes banques américaines, certaines banques régionales américaines ont vu leur cours de bourse s'effondrer dans des proportions supérieures à 60% la semaine dernière.
- Dans le même temps, les marchés de dette souveraine ont bénéficié d'une fuite vers la qualité très brutale : du 8 au 15 mars, les taux des emprunts américains du Trésor à 2 ans se sont effondrés de 5,07 % à 3,84 % soit plus de 120 bps, un mouvement sans précédent depuis 2008. Et ceux du Bund 2 ans allemand ont plongé de 3,32 % à 2,39 % soit un recul de plus de 90 bps. Même tendance pour les taux longs, avec un recul du taux de rendement du Bund à 10 ans de 2,64 % à 2,12 %.

## Que s'est-il passé pour la SVB exactement ?

La banque SVB a d'abord été confrontée à des retraits de dépôts en début d'année et a dû rapidement céder à perte 10 % de ses actifs liquides, composés d'obligations du Trésor, mettant en évidence une position de liquidité intenable et obligeant la banque à faire appel au marché. Cela a accéléré la fuite des dépôts d'autant qu'une très faible partie bénéficiaient de la garantie fédérale, jusqu'à un plafond de 250000 \$. Rappelons que SVB, créée en 1983, était la 16<sup>e</sup> plus importante banque américaine en termes de bilan. Les actifs totaux de la banque SVB atteignaient plus de 200 milliards de dollars (environ 1 % des actifs totaux des banques américaines) et 175 milliards de dépôts.

## Il faut savoir que la SVB était une banque très atypique et spécifique dans le paysage américain.

- D'une part, elle avait une base de clientèle très concentrée sur la Tech, étant un opérateur majeur dans les crédits et les dépôts dans le secteur de la technologie en Californie. Cela concernait à la fois les sociétés financées par des VC (venture capital) ainsi que les VC eux-mêmes. Le retournement brutal de l'activité de capital risque (baisse de près de 60% depuis le point haut de 2021) a pesé sur le financement de la Tech et conduit les entreprises du secteur en difficulté à tirer sur leurs dépôts bancaires pour financer leur activité.
- Par ailleurs, la base de dépôts de SVB était assez spécifique, avec moins de 3 % des dépôts inférieurs à 250000 USD (la limite de l'assurance dépôts aux Etats-Unis), ce qui fait qu'en cas de stress, les déposants se ruent pour retirer leurs dépôts non assurés.
- Enfin, la base d'actifs de SVB était essentiellement constituée d'obligations longues à taux fixe. La banque a mal géré son risque de durée. La hausse des taux d'intérêt a fait baisser la valeur des actifs liquides de la banque. Or, si la plupart des banques US ont de gros portefeuilles obligataires, la part des obligations à taux variables est plus importante.

## La chute rapide de SVB pose la question de la régulation et de la supervision.

La réglementation s'est progressivement assouplie en 2018/2019 et de manière plus marquée sur les petites banques. Il existe des différences de traitement notables entre les très grandes banques et les banques de taille intermédiaire. Deux points sont notables dans le contexte actuel. Les banques de moins de 250 Mds d'actifs n'ont pas l'obligation d'intégrer les plus ou moins-values latentes de leur portefeuille disponible à la vente dans leur ratio de capital réglementaire (Tier 1) contrairement aux banques plus importantes. Cela conduit à un ratio de capital réglementaire surestimé pour les banques de taille intermédiaire, en cas de hausse de taux. En outre, les banques de moins de 250 Mds d'actifs ne sont pas soumises à une contrainte spécifique de liquidité (LCR) contrairement aux plus grandes. Cela les rend vulnérable en cas de fuite des dépôts.

Le président Biden a fait savoir qu'il demanderait au Congrès de légiférer pour « renforcer » la régulation bancaire, durcie après la débâcle de Lehman Brothers en 2008, mais alléger ensuite par son prédécesseur Donald Trump.

## Les marchés ont retrouvé en début de semaine un semblant de calme, suite à l'intervention rapide et efficace du Trésor US, de la FDIC et la Fed durant le week end.

- La première mesure a été la décision par la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) de garantir l'intégralité des dépôts des banques SVB et Signature, soit bien au-delà des 250 000 dollars légalement prévus, mais aussi au discours rassurant du président Biden.
- La Fed est par ailleurs intervenue en créant une nouvelle facilité de prêt (bank term funding program) avec une maturité maximum de 1 an et 25 Mds de USD de cash en provenance du Trésor pour absorber les pertes sur ce fond. Les conditions d'accès à ces liquidités « discount window » ont été assouplies. La Fed peut désormais prêter contre du collatéral valorisé au pair et non pas à la valeur de marché. Le refinancement des banques est donc plus facile.

Les autorités américaines ont donc fait 2 annonces importantes, pour stabiliser le système bancaire en réponse au récent stress et aux risques de fuite des dépôts.

## Les déboires du Crédit Suisse sont venus rajouter au stress des marchés, même s'ils sont de nature totalement différente de ceux de la SVB. En revanche, le Crédit Suisse est une banque porteuse de risque systémique. La Banque Nationale Suisse s'est vue obligée d'intervenir mercredi soir pour apporter son soutien et Crédit Suisse a déjà fait appel aux liquidités de la banque centrale helvétique

- Tout est parti d'une déclaration du président de la Banque nationale saoudienne (SNB), qui a déclaré mercredi que la SNB ne fournirait pas d'aide supplémentaire au Crédit Suisse alors que la banque helvétique avait déçu mardi en révélant que la décollecte se poursuivait en février et mars jusqu'à la date de publication. La banque se trouve par ailleurs dans les premières étapes d'un programme de redressement difficile susceptible de l'amener à rechercher des fonds propres supplémentaires ou un partenariat avec une banque plus solide. Face à l'effondrement du cours de Crédit Suisse et à la forte baisse des autres valeurs bancaires européennes, les spreads de CDS des grandes banques européennes à 5 ans - qui mesurent le coût de la couverture contre le risque de crédit - se sont élargis d'environ 50bps depuis hier, revenant au niveau de fin octobre.
- Face à un risque majeur d'accélération des sorties de dépôts et d'actifs sous gestion de la banque helvétique, la Banque Nationale Suisse et le gendarme des marchés suisses (Finma) ont annoncé mercredi soir leur soutien au groupe bancaire en difficulté en déclarant que la BNS mettrait les liquidités nécessaires à disposition de Crédit Suisse : ce jeudi matin, le géant bancaire helvétique a annoncé un emprunt portant jusqu'à 50 milliards de francs suisses à la banque centrale. La banque a parallèlement annoncé une série d'opérations de rachat de dette pour environ 3 milliards de francs suisses.

## Après avoir reflué aux Etats-Unis ce week end, le risque systémique s'est quelque peu déplacé vers l'Europe, même si les autorités monétaires suisses ont montré - peut-être un peu tardivement - leur volonté de se mobiliser pour empêcher une débâcle du deuxième groupe bancaire de la Confédération.

- Aux Etats-Unis, la décision des autorités américaines semble offrir une garantie de facto sur tous les dépôts des banques en difficulté et l'engagement du président Biden à faire « tout ce qui est nécessaire » pour protéger les dépôts semble limiter le risque de fragilisation d'établissement de second rang.
- Pour ce qui est du Crédit Suisse, le spectre de Lehman Brothers était évidemment dans les esprits, mais la situation du Crédit Suisse par rapport à Lehman n'est pas comparable. Lehman était un acteur incontournable des produits structurés et de la titrisation de produits basés sur l'immobilier, avec une grande opacité de la diffusion de ces produits, des sous-jacents dégradés et avec un impact économique bien plus significatif (les prêts immobiliers représentant plus des deux-tiers du PIB). La problématique de Crédit Suisse, est davantage une problématique de stabilité de sa base de dépôts. La BNS a précisé que « Crédit Suisse satisfait aux exigences en matière de capital et de liquidités imposées aux banques d'importance systémique ».

Pour autant, la décision de la BNS de fournir des liquidités est importante : la principale dimension à surveiller est du côté du système interbancaire. Si on commençait à avoir une défiance entre les banques, on pourrait faire face à des problèmes de liquidité en cascade, les banques étant de plus en plus réticentes à se prêter entre elles. La réaction de la Banque centrale européenne (BCE), qui tiendra une réunion ce jeudi, et de sa présidente Christine Lagarde, est donc également attendue avec impatience.

**Dans les portefeuilles gérés par Natixis IM Solutions, nous maintenons la position neutre que nous avons adoptée cette année sur les actions et avons également préféré des marchés.** L'augmentation de la sous-exposition au marché obligataire européen déjà en place, en dépit d'une réaction jugée exagérée des naps. Le renforcement de la volatilité réduit la visibilité et suggère d'éviter toute décision hâtive. Les portefeuilles sont bien placés pour s'adapter à un contexte qui demeure incertain et tirer parti d'opportunités dès lors que les marchés se seront stabilisés. Il est clair que le stress subi par les banques peut être de nature à faire réfléchir la Fed et la BCE sur le rythme de normalisation du financement monétaire. L'une ou l'autre pourraient stopper ou ralentir leur resserrement monétaire en mars, de van de le repriser ultérieurement et le marché a déjà revu en baisse le niveau du taux terminal aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe. Mais si une des priorités est certes de maintenir la stabilité du système financier, l'objectif de contenir les pressions inflationnistes ne peut totalement être mis en sourdine d'événements idiosyncratiques.

Le contexte macroéconomique actuel n'a pas changé, la Fed et la BCE devraient donc relever leurs taux directeurs. Les prévisions d'inflation de la Fed de Cleveland montrent une baisse significative de l'inflation globale (de 6,2 % à 5,4 %), mais, dans le même temps, une hausse de l'inflation mesurée par l'indice Core (de +5,5 % à 5,7 %). La BCE devrait également garder le cap d'une hausse de 50 pb des taux de refinancement au risque de mettre à l'épreuve sa crédibilité dans la lutte contre l'inflation.

Achévé de rédiger le jeudi 16 mars à 10H15.