

## Asset Management

# Une crise de confiance

Actualités Marché - Flash | 20 mars 2023

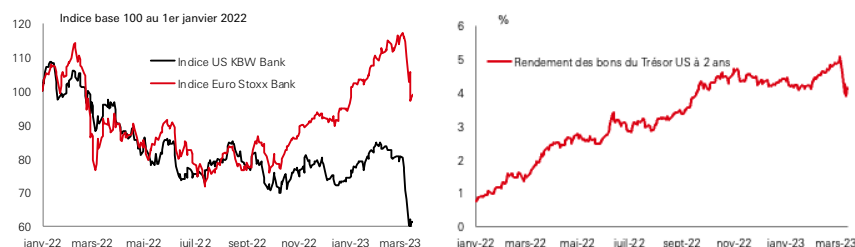


### Des investisseurs nerveux

Après l'effondrement de Silicon Valley Bank (SVB) le week-end des 11 et 12 mars, la confiance des investisseurs est restée fragile toute la semaine suivante. Les doutes quant à la solvabilité des banques régionales américaines, les moins-values latentes d'autres banques du monde sur leurs portefeuilles d'obligations censées être détenues jusqu'à l'échéance et les difficultés de Crédit Suisse ont accentué l'inquiétude des investisseurs quant à la stabilité des systèmes bancaires aux États-Unis et en Europe.

Par conséquent, alors que le dossier SVB semblait un événement tout à fait idiosyncrasique (relatif à une situation en particulier) en début de semaine, la contagion aux marchés actions (cf. graphique 1) constitue une nouvelle épreuve pour le système bancaire, la détermination des responsables politiques et l'appétence au risque des investisseurs. Les rendements obligataires ont fortement baissé (cf. graphique 2) sur fond de repli vers les valeurs refuge et de réévaluation par les analystes de l'orientation à court terme des taux d'intérêt.

### Graphiques 1 et 2 : Performance des valeurs bancaires et rendement des bons du Trésor américain à 2 ans



Source : HSBC Asset Management, Bloomberg, au 17 mars 2023.

### Les responsables politiques à la rescousse

La soudaine course aux guichets de SVB (*Bank Run*) s'est accompagnée d'une intervention tout aussi rapide des pouvoirs publics pour que les banques ne manquent pas de liquidités.

La Fed (Banque centrale américaine) a créé le « Bank Term Funding Program » (BTFF, ou « Programme de financement bancaire à terme »), une nouvelle facilité de prêt pour les banques dotée d'une enveloppe de 25 milliards de dollars et acceptant les garanties éligibles à leur valeur faciale. En effet, les données publiées cette semaine mettent en évidence un recours massif à la « fenêtre d'escompte\* » (148,3 milliards USD de plus lors de la période de cinq jours achevée le 15 mars), tandis que les banques ont également emprunté 11,9 milliards USD dans le cadre du BTFF.

\*Principale facilité de prêt de la banque centrale américaine (Fed) permettant de fournir des liquidités au système bancaire américain.

En Europe, la Banque nationale suisse (BNS) a mis des liquidités à disposition du Crédit Suisse. Ces mesures, critiquées par de nombreux économistes qui y voient un renflouement par les pouvoirs publics, ont été très importantes pour rétablir une certaine stabilité et limiter une possible contagion à d'autres banques et sociétés financières.

### Une situation surmontable

Les événements de cette semaine sont une piqûre de rappel quant aux risques pour la stabilité financière du resserrement à marche forcée de la politique monétaire après de nombreuses années de taux bas. La situation reste incertaine et très volatile. Et maintenant que Crédit Suisse, qui figure sur la liste des établissements d'importance systémique\* mondiale, est désormais embarqué dans le développement du discours ambiant sur les marchés, les événements ont connu une très nette escalade.

\*Établissements dont l'importance est telle que leur défaut aurait un impact sur l'ensemble du système financier international.

Formulons néanmoins les observations suivantes :

- Les événements suggèrent que cet épisode devrait être d'une ampleur limitée. Jusqu'ici, les différents sujets de préoccupation semblent spécifiques, sans lien entre eux, et l'intervention des responsables politiques a été rapide et décisive.
- Les valeurs bancaires ont connu de violentes fluctuations dernièrement mais il faut se souvenir qu'en Europe, elles avaient enregistré un vif rebond en janvier et février. Malgré la correction survenue cette semaine, le secteur est toujours dans le vert depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

Fourni à titre illustratif, le présent commentaire offre une vue globale de l'évolution récente de la conjoncture économique. Il s'agit d'un support marketing qui ne constitue ni un conseil en investissement ni une recommandation d'achat ou de vente d'investissements à destination des lecteurs.

Ce commentaire n'est pas non plus le fruit de recherches en investissement et, à ce titre, il n'est pas soumis aux obligations légales censées promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement, ni à une quelconque négociation préalable à sa diffusion.

PUBLIC

Les événements de cette semaine sont une piqûre de rappel quant aux risques pour la stabilité financière du resserrement à marche forcée de la politique monétaire après de nombreuses années de taux bas

La situation évolue très vite et demeure incertaine

Les fondamentaux du système bancaire sont meilleurs qu'en 2008

Les autorités ont également montré leur réactivité face aux événements

Nous pensons qu'il ne s'agit pas du début d'une nouvelle crise financière

Nous tablons toujours sur un environnement de marché mouvementé au cours des 6 à 12 prochains mois. Nous préconisons toujours une allocation d'actifs défensive

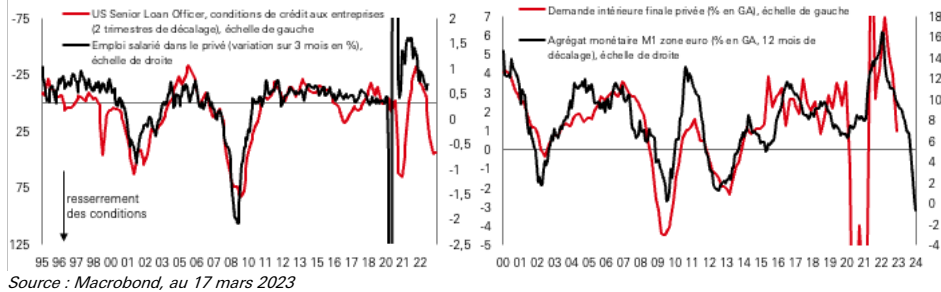
Suivez-nous sur :

LinkedIn : [HSBC Asset Management](#)

Site Internet : [assetmanagement.hsbc.com](http://assetmanagement.hsbc.com)

- Les indicateurs de tensions sur les marchés financiers ne flambent pas. Contrairement à la crise de 2008, les banques n'ont pas perdu confiance au point de refuser de se prêter de l'argent. Les spreads\* des obligations d'entreprises restent ancrés dans leur récente fourchette. Le marché des changes ne donne

### Graphiques 3 et 4 : Conditions de crédit bancaire et d'emploi aux États-Unis, croissance de la masse monétaire en zone euro



guère de signes de pénurie de dollars américains. Enfin la volatilité du marché actions (ampleur des variations de cours) s'est accentuée, sans pour autant flamber. Seule la volatilité des marchés obligataires est inhabituellement marquée.

\*Spreads : écarts de rendement avec la dette gouvernementale de référence.

- Les banques sont en meilleure santé qu'en 2008, et ce après des années de durcissement de la réglementation et des exigences de fonds propres. Les données suggèrent que, pour une grande majorité de banques, les moins-values latentes sont modestes au regard de leurs fonds propres. SVB a été une exception majeure à cet égard. Dans le cas des banques d'importance systémique mondiale, la valeur des titres inscrits à leur bilan est régulièrement réévaluée en fonction des prix de marché et des tests de résistance sont réalisés pour vérifier si les exigences de fonds propres sont respectées.
- Les responsables politiques disposent aussi d'un arsenal de mesures supplémentaires pour restaurer la confiance. Par exemple, les règles en vigueur en matière de garantie des dépôts sont susceptibles d'être révisées et la réglementation durcie, en particulier pour les banques américaines plus petites (qui pourraient, par exemple, être soumises à des tests de résistance ainsi qu'à des exigences de fonds propres et de liquidité plus draconiennes). Cela atténuerait probablement le risque de panique bancaire.
- Autre possibilité, une action concertée des banques pour soutenir les établissements plus petits et plus vulnérables. Une telle initiative est déjà en cours aux États-Unis, où les grandes banques ont volé à la rescousse de First Republic en mettant à sa disposition 30 milliards de dollars pour renforcer ses liquidités. Cette stratégie n'est pas sans rappeler celle mise en œuvre en 1998 lorsque tout Wall Street est venu au chevet du « hedge fund » (fond spéculatif) LTCM, alors au bord de la faillite.

### Zoom sur le Crédit Suisse (au 17/03/2023)

Tel que mentionné ci-dessus, Crédit Suisse (CS) est un établissement d'importance systémique mondiale qui cristallise actuellement la défiance des investisseurs à l'égard du secteur bancaire européen.

À court terme, les liquidités injectées par la BNS (Banque Nationale Suisse) semblent suffisantes pour faire face aux possibles retraits par les déposants, soulager la pression immédiate sur la banque et permettre de gagner du temps. Néanmoins, à plus long terme, les investisseurs attendent de la banque qu'elle stabilise son modèle d'affaires. Il est même possible que cette stabilisation passe par un rachat, si l'on en croit les informations parues dans les médias internationaux.

Néanmoins, la situation pourrait devenir plus complexe pour les créanciers en fonction du coût de la restructuration du Crédit Suisse et de la modification de son modèle d'affaires (par exemple, certaines activités non essentielles ne seront peut-être pas vendues mais transférées à une structure de défaisance). Dans le cas présent, il existe une incertitude significative quant aux scénarios et aux taux de recouvrement potentiels.

Surtout, l'intervention de la BNS montre qu'il est encore dans l'intérêt du régulateur de trouver une solution permettant d'éviter le chaos. Au fond, la BNS a délivré le même message que l'ancien président de la BCE (Banque Centrale Européenne) Mario Draghi lorsque ce dernier a fait savoir qu'il ferait « tout ce qu'il faut » pour sauver l'euro. Cependant, on ne peut exclure que les créanciers non prioritaires de Crédit Suisse puissent être touchés.

### Conséquences en termes d'investissement

Fondamentalement, le système bancaire mondial est bien plus sain qu'en 2008 et l'inquiétude quant à la solvabilité des banques est exagérée. Les autorités ont également montré leur réactivité face aux événements, les injections de liquidités étant un outil fondamental pour fluidifier le fonctionnement des banques. **Par conséquent, les récentes fluctuations des marchés ne marquent pas le début d'une nouvelle crise financière mais reflètent plutôt la rapidité du resserrement de la politique monétaire depuis un an.**

Néanmoins, il subsiste des défis à relever. La confiance des investisseurs reste fragile et il est possible que certains pans du secteur bancaire soient vulnérables à une hémorragie de dépôts et au resserrement des conditions de financement. De nouveaux accès de volatilité\* ne sauraient être exclus.

\*Volatilité : Ampleur des variations de cours des actifs financiers.

Qui plus est, l'érosion de la rentabilité des banques liée à une possible hausse des coûts de financement, une course à la mise à disposition de liquidités et l'augmentation des provisions pour créances douteuses laissent entrevoir un resserrement des conditions de crédit et une réduction de l'octroi de nouveaux prêts. Cela vient s'ajouter aux difficultés macroéconomiques induites par la hausse des taux d'intérêt. Avant même les événements de la semaine dernière, les banques américaines étaient en train de resserrer leurs conditions de crédit (cf. graphique 3).

Les données équivalentes en Europe mettent en évidence une tendance similaire au resserrement monétaire et à la diminution de l'offre de crédit, qui n'est pas de bon augure pour la croissance du PIB (Produit Intérieur Brut, cf. graphique 4).

Certains acteurs des marchés financiers ont également spéculé sur le fait que la défiance des investisseurs pourrait inciter les banques centrales à ralentir le resserrement monétaire lors de leurs prochaines réunions (le fameux « virage accommodant »), comme le montre la nette révision à la baisse des anticipations de taux d'intérêt pour 2023 (cf. graphique 5).

En effet, les cours de marché juste avant la réunion de la Banque centrale européenne du 16 mars reflétaient un relèvement des taux de 25 pb (0,25%) au lieu des 50 pb (0,5%) prévus la semaine dernière.

Néanmoins, la BCE est restée « droit dans ses bottes » en relevant les taux de 0,5%, invoquant le niveau préoccupant de l'inflation mais elle ne s'est pas engagée à poursuivre le relèvement de ses taux. Cela suggère que les banquiers centraux sont déterminés à ramener l'inflation vers leur objectif malgré les craintes pour la stabilité financière. À l'instar de nombreuses autres banques centrales, la BCE considère que ces problèmes doivent être résolus au moyen d'autres outils de politique monétaire.

Il est donc possible que le réajustement des anticipations de taux d'intérêt à court terme soit allé trop loin, notamment si le moral des investisseurs se redresse dans les jours à venir. Les investisseurs pourraient même mettre être confrontés à une chicane, et plus à un simple virage, avec une possible accalmie qui précéderait une reprise du relèvement des taux face à une inflation persistante.

Tous les regards sont désormais braqués sur les prochaines décisions de la Fed le 22 mars. Un consensus est en train de se former autour d'un relèvement de taux de 25 pb (0,25%), plutôt que les 50 pb anticipés la semaine dernière encore par les participants au marché. Nous tablons nous aussi sur un relèvement de 25 pb et situons le point culminant pour les taux directeurs dans une fourchette de 5 à 5,5 %.

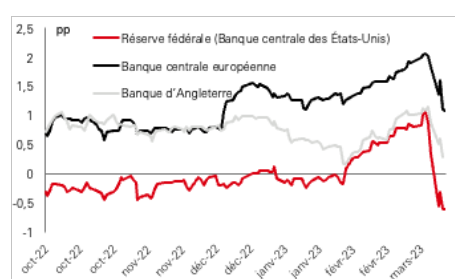
Notre scénario envisage **une poursuite du resserrement monétaire dans l'immédiat en raison de l'inquiétude des banquiers centraux concernant l'inflation. Au bout du compte, nous pensons que les banquiers centraux devront ensuite assouplir leur politique davantage que prévu à l'heure actuelle par les marchés, et ce vers la fin 2023 et en 2024, afin de faire face à un contexte de récession.**

L'environnement de marché devrait rester mouvementé dans les mois à venir (cf. graphique 6). L'incertitude est significative sur un horizon de 6 à 12 mois. La combinaison d'informations économiques discordantes et de politiques économiques et monétaires sous contraintes alimenteront à coup sûr de nouveaux accès de volatilité.

L'inflation retombera nettement cette année mais la rapidité de cette décrue reste incertaine. Et face au cycle de relèvement des taux d'intérêt le plus abrupt depuis les années 1980, le risque de récession est très élevé. **Néanmoins, nous n'entrevoyons pas une profonde récession.** La bonne tenue des bilans des entreprises et l'absence de retour à l'austérité budgétaire comme ce fut le cas dans les années 2010 laissent entrevoir un scénario de récession plus classique.

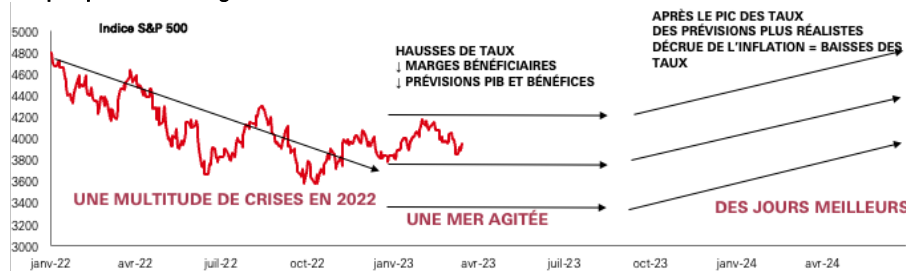
### Graphique 5 : Relèvements de taux directeurs prévus en 2023

Source : HSBC Asset Management, Bloomberg, au 17 mars 2023.



Source : Bloomberg, au 17 mars 2023

### Graphique 6 : Stratégie d'investissement



Source : Bloomberg, HSBC Asset Management, au 17 mars 2023

Nous restons favorables à **une allocation d'actifs défensive** (prudente) à ce stade. Les obligations à durée courte (moins sensibles aux variations de taux d'intérêt) constituent une classe d'actifs naturelle à ce stade. Nous privilégions

---

également les titres de qualité sur le marché du crédit en tirant parti d'**une approche sélective et active\*conjuguée à une recherche crédit minutieuse.**

\*Approche active : dont l'objectif est de surperformer le marché.

Nous restons positionnés avec prudence sur les marchés actions des pays développés, qui sont confrontés au risque d'un nécessaire réajustement des prix dans un monde caractérisé par des taux d'intérêt plus élevés et à celui d'une contraction des bénéfices. Toutefois, **les marchés émergents restent séduisants** en raison de leur valorisation plus basse, du positionnement prudent des investisseurs, de la réussite du déconfinement rapide en Chine et de la perspective d'une baisse des taux de la Fed. En particulier, l'Asie évolue dans « un monde parallèle », à l'abri de la récession et de l'inflation persistante dans les pays occidentaux.

## Information importante

Ce document a été produit exclusivement à des fins d'information générale. Les vues et opinions exprimées sont celles d'HSBC Asset Management, sur la base de données au 17/03/23. Ces vues et opinions ne sauraient constituer une recommandation de placement. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment et sans préavis.

Ce document est diffusé par HSBC Asset Management et n'est destiné qu'à des investisseurs professionnels au sens de la Directive Européenne MIF.

L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation (même partielle), sans autorisation, de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toutes les données sont issues de HSBC Asset Management sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude.

HSBC Asset Management est la marque commerciale de l'activité de gestion d'actifs du Groupe HSBC, qui comprend les activités d'investissement fournies par nos entités locales réglementées.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre. S.A au capital de 8.050.320 euros.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 38 avenue Kléber 75116 PARIS

Adresse d'accueil : Immeuble Coeur Défense | 110, esplanade du Général de Gaulle - La Défense 4 - 92400 Courbevoie - France

[www.assetmanagement.hsbc.com/fr](http://www.assetmanagement.hsbc.com/fr)

Document non contractuel, mis à jour le 17/03/23.

Copyright : Tous droits réservés © HSBC Global Asset Management (France), 2023.

AMFR\_2023\_WHOLE\_MA\_0361. Expire : 03/2024.