

## Revue de marchés avril 2023

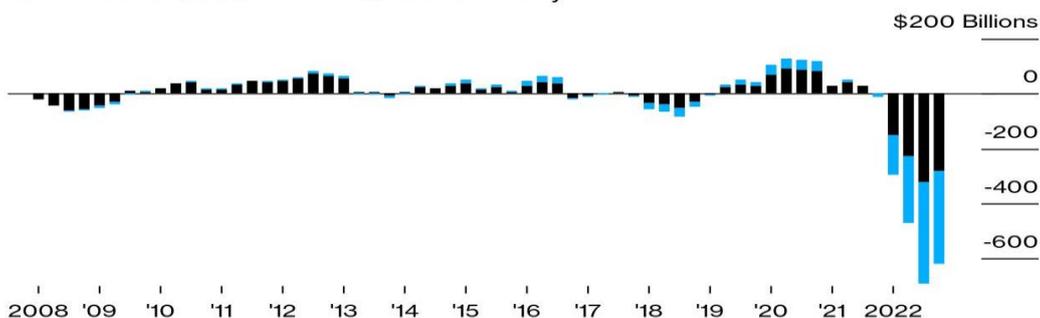


L'actualité a été chargée en mars. L'arrivée du printemps 2023 avait un petit parfum de « remake » de l'année 2008. Pourtant, qu'on se le dise clairement et tout de suite, les éléments de comparaison sont faibles. Il n'y a que les oiseaux de mauvais augure qui semblent voir des similitudes entre la grande crise financière de 2008 et ce que nous vivons en ce moment ! Le 8 mars, nous apprenions que la Silicon Valley Bank (SVB) était en grande difficulté financière. La banque commerciale favorite des startups s'est vue dans l'obligation de vendre un important portefeuille obligataire en bons du trésor pour faire face à des retraits de fonds de ses clients. Le problème, c'est que la valeur de ce portefeuille était inférieure à la valeur comptabilisée dans les fonds propres de la banque. Les titres vendus auraient dû être conservés par la banque jusqu'à l'échéance (HTM pour « Hold To Maturity ») ce qui donnait le droit à cette dernière de les valoriser au pair, bien que, à la suite de la hausse des taux, ce portefeuille avait une valeur de liquidation nettement inférieure. D'autres banques américaines sont également assises sur des sommes astronomiques de pertes non-réalisées. Cependant, contrairement à SVB, elles ne sont pas dans l'obligation de les vendre.

### US Banks Are Sitting on Unrealized Losses

As higher yields push bond and MBS prices lower

■ Available-for-Sale Securities ■ Held-to-Maturity Securities



Source: FDIC

Note: All FDIC-insured institutions

Bloomberg

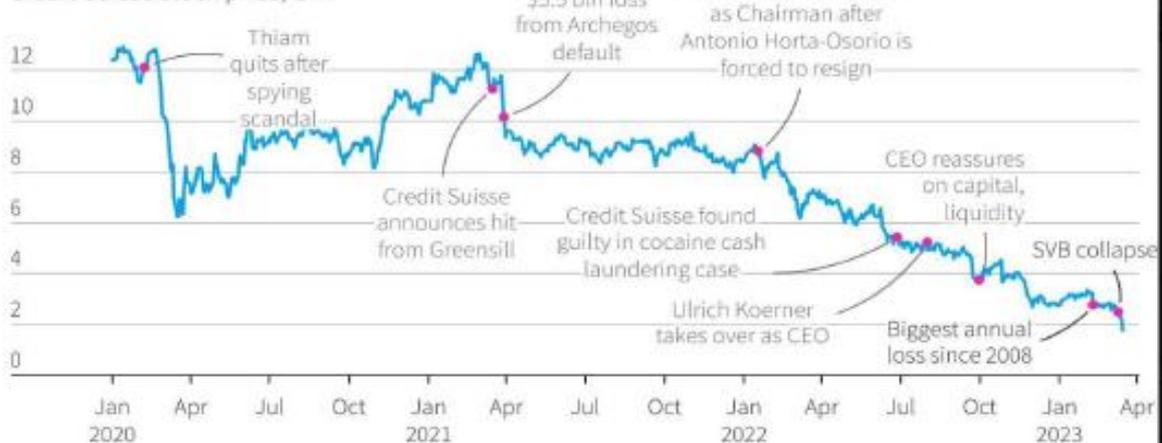


Cette situation a pu se produire pour deux raisons. La première semble être la naïveté de la direction de la SVB, qui, en achetant avec ses fonds propres des tonnes d'obligations à long terme n'a semble-t-il pas imaginé que cela pourrait se retourner contre elle. Le fait que la banque ait fonctionné durant plusieurs mois sans « Risk Officer » n'est certainement pas étranger à cette situation. La deuxième raison semble remonter à 2018 et un certain décret ratifié par le président Trump. Sous la pression de diverses banques commerciales (dont la SVB...), la limite des dépôts minimum pour qu'une banque subisse des contrôles drastiques et soit considérée comme « too big to fail » a été relevé de 50 à 250 milliards. Suite à cette décision, passablement de banques ont donc bénéficié d'exigences de réserves de fonds propres moins strictes par rapport aux grandes banques de type systémique.

Quelques jours après SVB, nous apprenions que la banque Signature faisait face aux mêmes problèmes de liquidités. Un vent de panique a donc soufflé sur le secteur. Le sous-indice bancaire américain s'est effondré de près de 30% alors que son équivalent européen a chuté de 11.7%. Les banques centrales ont très vite réagi en annonçant des mises à disposition de liquidités à court terme quasi illimitées pour garantir les dépôts des clients. Cela a permis de stopper l'hémorragie sur le secteur mais pas sur toutes les banques. Credit Suisse, qui était déjà dans le collimateur des investisseurs, a continué de subir des retraits de fonds massifs. La banque aurait perdu plus de 450 milliards de dollars de dépôts en l'espace de quelques jours. Dans la nuit du 15 au 16 mars, la BNS a annoncé mettre 50 milliards de CHF à disposition de la banque pour faire face à ses obligations. L'action Credit Suisse, qui était en chute libre jusque-là (-40% depuis le début du mois de mars), a violemment rebondi dans la séance qui s'en est suivi, mais la réjouissance a été de courte durée.

## Credit Suisse goes off piste

Credit Suisse stock price, CHF

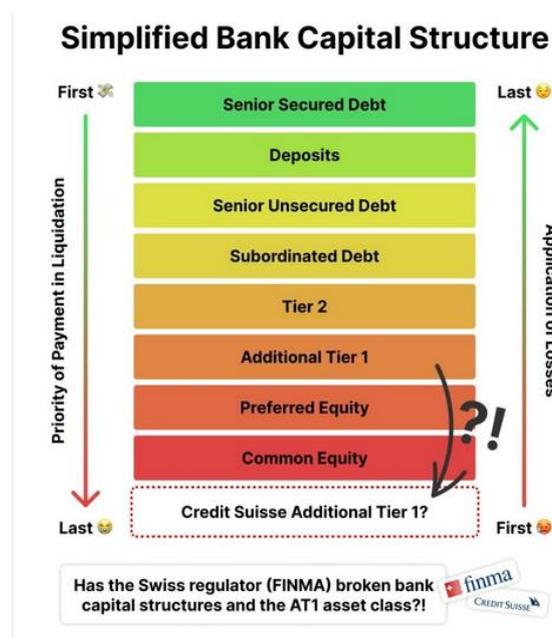


Note: March 15, 2023 price as at 1054 GMT

Source: Refinitiv Datastream | Reuters, March 15, 2023 | By Vincent Flasseur



L'annonce « maladroite » du Président de la Saudi National Bank, récent actionnaire qui avait participé à une augmentation de capital au mois de novembre 2022 pour un montant de 4.2 milliards de dollars n'a pas aidé. Ce dernier (qui a dû démissionner quelques jours plus tard) a fermement annoncé lors d'une interview que la banque n'envisageait **pas du tout** de recapitaliser le Credit Suisse. Durant le weekend suivant du 18-19 mars, nous apprenions qu'UBS allait « fusionner » avec son concurrent direct, une transaction orchestrée par le Conseil Fédéral, la BNS et la FINMA. Le mot « fusion » a été articulé, mais cela ne fait de doute pour personne qu'UBS a avalé son rival. Les termes de la transaction ont fait (et font encore) couler beaucoup d'encre. Les créanciers « seniors » bénéficient à présent d'une garantie d'UBS et les actionnaires vont recevoir 3 milliards de francs de la part de la première banque suisse (soit 0.75 franc par action qui représente une valorisation d'environ 70% inférieure au dernier cours de bourse du vendredi 17 mars). Par contre, les détenteurs de dette AT1 (connus sous le nom de Contingent Convertible « CoCo ») ne recevront pas un centime ce qui a semble-t-il fait tousser les plus grandes banques centrales. En effet, selon certaines conditions mentionnées dans les prospectus d'émission (nous pouvons discuter des heures si ces conditions sont réellement remplies, mais le sujet ne sera pas débattu ici...), les obligations CoCo peuvent être effacées en totalité dans le but d'éviter une faillite de la banque. Il s'agit d'un capital « tampon » qui vient augmenter les fonds propres. C'est une mesure qui avait été prise après la crise financière dans le but de renforcer la confiance. Le montant cumulé de ces obligations représentait près de 17 milliards de francs suisses ! Le caractère très spécial de cette affaire est que la hiérarchie de subordination du passif n'a pas été respectée. Logiquement, lors d'une liquidation d'une entreprise, l'actionnaire reçoit la résultante après la liquidation des actifs et le remboursement des dettes... dans ce cas bien précis, l'actionnaire va toucher une valeur résiduelle alors que tous les créanciers n'ont pas été remboursés. Le Gouvernement suisse a d'ailleurs dû modifier une loi en urgence durant le weekend du 18-19 mars pour que cela soit « juridiquement possible ». En plus de ce non-respect de la hiérarchie du bilan, ni les actionnaires d'UBS, ni ceux de Credit Suisse n'ont eu leur mot à dire dans cette opération. Ces décisions risquent d'être contestées en justice même si les chances de succès semblent, à ce jour, relativement faibles.



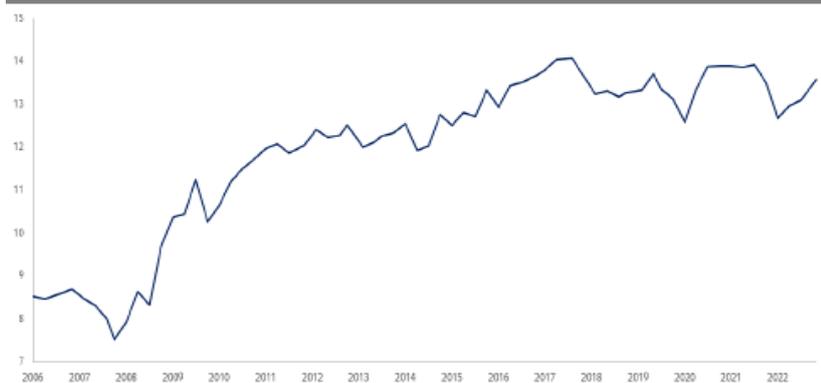


La banque UBS a en plus obtenu des garanties de la Confédération et de la BNS pour endosser le rôle de « chevalier blanc » et son conseil d'administration a demandé à Sergio Ermotti de revenir à la tête de la banque pour gérer au mieux l'intégration et la restructuration du nouveau groupe. M. Ermotti, qui a été CEO d'UBS de 2011 à 2020, connaît la banque mieux que quiconque et avait déjà opéré une mission de réduction du risque lors de son précédent mandat et diminuant l'exposition à la banque d'investissement et en se concentrant sur les activités de « Wealth Management ».

Pour conclure sur ce sujet, nous pouvons être sûr que : i) les débats sont loin d'être terminés ; ii) cette affaire créé un précédent historique qui va laisser des traces et probablement provoquer des changements réglementaires et juridiques ; iii) UBS semble avoir fait une bonne affaire en reprenant Credit Suisse au rabais en plus de toutes les garanties d'Etat ; iv) même si le risque de contagion ne peut pas être exclu (la pression sur la Deutsche Bank dans les jours qui ont suivi le rachat du CS en est la preuve) la solidité du secteur bancaire est nettement plus élevée qu'en 2008 et les banquiers centraux respectifs sont beaucoup plus réactifs qu'à l'époque, ce qui devrait canaliser les éventuels mouvements de panique.

### Banks are still much healthier than they were in 2008...

US banks are more robust than they were in 2008...  
Average tier 1 capital ratio across the big US banks:



Source: FactSet; Pictet Trading Strategy; as of 14/02/2023

Cette crise de confiance vient compliquer la tâche des banques centrales. Au mois de mars, ces dernières ont appliqué les hausses de taux qui étaient attendues, à savoir +50 points de base pour la BCE et +25 points de base pour la FED pour ne citer qu'elles. Si les banques centrales occidentales s'efforçaient depuis le début de l'année de convaincre le marché que le combat contre l'inflation n'était pas terminé et que des politiques monétaires restrictives s'imposaient, elles n'ont eu d'autre choix que d'injecter des liquidités rapidement pour tenter de rassurer les investisseurs. Cela semble avoir eu l'effet escompté car l'hémorragie a été stoppée rapidement. Les conséquences de cette crise de confiance envers le secteur bancaire se sont rapidement faites ressentir. Les investisseurs ont revu drastiquement à la baisse leurs prévisions sur les taux directeurs de la FED. La déduction est simple : si les banques souffrent d'un manque de liquidités à court terme, elles sont moins disposées à octroyer des prêts aux sociétés qui ont besoin d'argent frais pour financer le développement de leurs affaires. Cela devrait donc avoir un impact direct sur l'emploi et sur la croissance future. Dans la 2<sup>ème</sup> moitié du mois de mars, beaucoup d'économistes ont revu à la hausse la probabilité que les Etats-Unis et l'Europe doivent faire face une récession dans les 12 prochains mois.

## Central Banks Seen Taking a Softer Approach

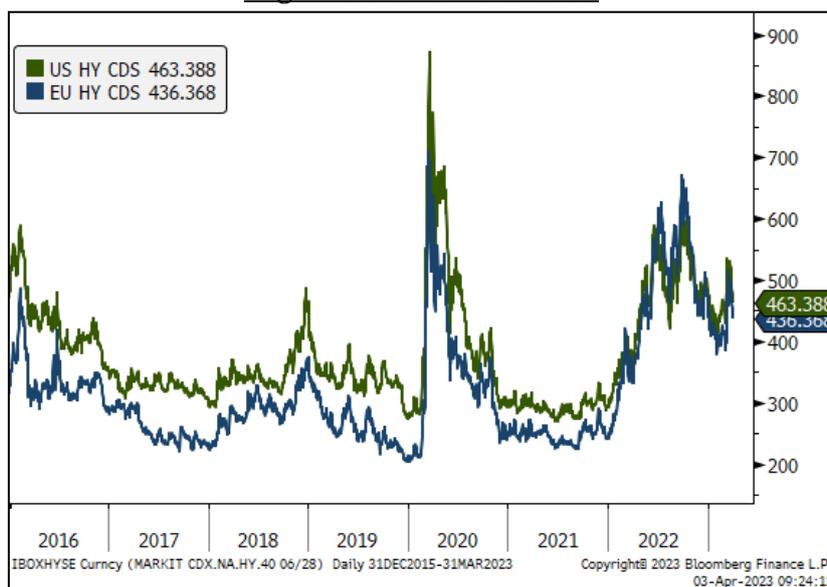
SVB crisis spurs traders to bet on some rate cuts within six months



Source: Bloomberg

Cette situation a eu un impact logique sur les taux d'intérêt. Les taux courts ont chuté plus rapidement que les taux longs, ce qui a réduit l'inversion des courbes. Aux Etats-Unis par exemple, le rendement à 2 ans a chuté de 68 points de base à 4.12% alors que le rendement à 10 ans a baissé de 38 points de base à 3.53%. L'inversion de cette courbe n'est plus que de 56 points de base alors qu'elle évoluait autour des -100 points de base début mars. Dans cet environnement de contraction de la liquidité, les « spreads » de crédit se sont également logiquement écartés. Le segment des obligations à haut rendement (« High Yield ») offre près de 5% d'excès de rendement par rapport à une obligation d'état.

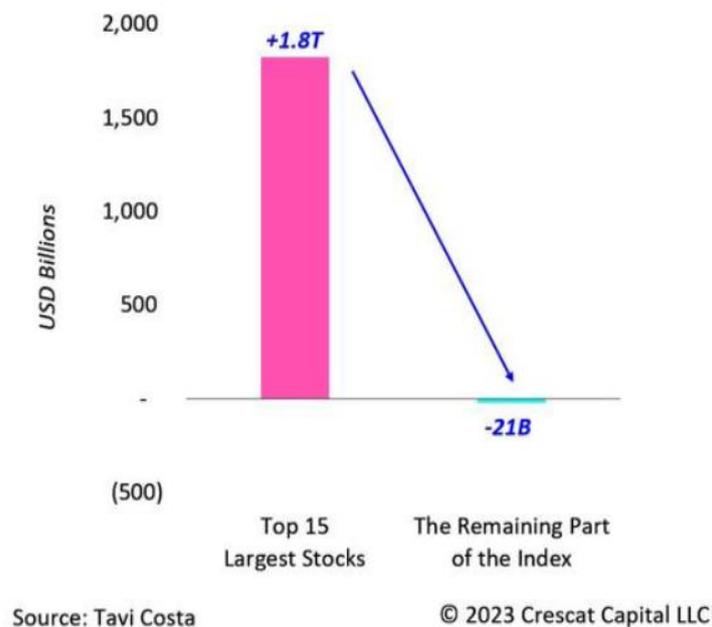
### High Yield CDS EU and US





Les indices actions n'ont pas trop mal résisté malgré le marasme généralisé. Le sous-indice bancaire se retrouve logiquement dans les plus mauvais performeurs du mois. Les secteurs défensifs à l'image de l'alimentation et des services de collectivités ont bien résisté alors que la technologie, continue de fortement surperformer. Le Nasdaq s'est adjugé 9.46% en mars ce qui porte ses gains à plus de 20% depuis le début de l'année. À ce jour, l'indice a récupéré plus de 40% de sa baisse entre fin 2021 et octobre 2022. Le S&P500 a également progressé de 2% en mars et affiche une performance de 7% depuis le début de l'année. Il faut tout de même signaler que cette performance s'est faite grâce à 15 titres dont Apple, Amazon, Nvidia et Alphabet pour ne citer qu'eux. Après une année 2022 déprimée, les grosses sociétés technologiques semblent déjà regagner les faveurs des investisseurs.

### S&P 500: Market Cap Change YTD



### Évolution des marchés à fin mars 2023

Equities in Local Currencies								
End of March	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	2.83%	3.51%	1.81%	0.75%	-1.73%	0.07%	2.73%	-0.46%
Perf 3 Month	7.25%	7.03%	13.74%	13.11%	12.19%	3.51%	3.54%	4.63%
Perf YTD	7.25%	7.03%	13.74%	13.11%	12.19%	3.51%	3.54%	4.63%

Commodities				Currencies vs EUR				
End of March	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-1.79%	-4.91%	7.79%	0.36%	-2.43%	-0.07%	0.04%	0.44%
Perf 3 Month	-5.72%	-7.15%	7.96%	7.42%	-1.23%	-2.55%	0.70%	-0.26%
Perf YTD	-5.72%	-7.15%	7.96%	7.42%	-1.23%	-2.55%	0.70%	-0.26%

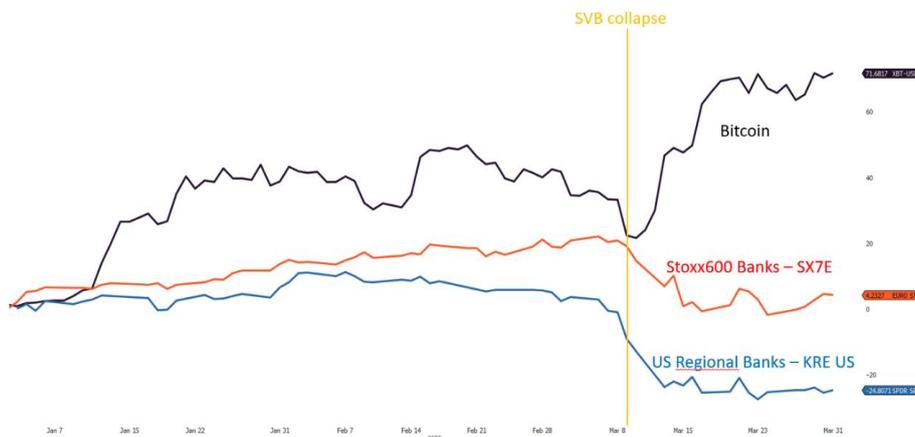
  

Bloomberg Indices Bonds Total returns								
End of March	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	3.16%	2.54%	2.00%	3.70%	4.37%	2.83%	0.92%	1.24%
Perf 3 Month	3.01%	2.96%	2.09%	3.51%	3.75%	3.33%	3.15%	2.15%
Perf YTD	3.01%	2.96%	2.09%	3.51%	3.75%	3.33%	3.15%	2.15%

Source : Bloomberg 31/03/23.

Dans ce contexte économique incertain, l'Or et l'Argent continuent de bien se comporter en gagnant respectivement 7.8% et 15.2% en mars alors que la plupart des matières premières ont eu tendance à stagner. Le pétrole (-1.79%) était même en baisse pour le 6<sup>ème</sup> mois consécutif par crainte qu'une récession se matérialise. L'annonce de l'OPEP durant le 1<sup>er</sup> weekend d'avril de réduire la production devrait redonner des couleurs à l'or noir. Après un rebond au mois de février, le Dollar Index s'est effrité en mars pour reprendre sa tendance négative initiée en septembre 2022. Ce dernier a perdu plus de 8% durant les 6 derniers mois.

Cela pourrait vous paraître bizarre, mais l'autre grand gagnant de cette crise de confiance dans le système bancaire n'est autre que le Bitcoin. La plupart des actifs digitaux ont connu un rebond depuis la faillite de FTX, mais le Bitcoin, à l'image des FAANG dans le secteur technologique, a bénéficié de sa visibilité pour surperformer ses pairs. Le graphique ci-dessous se passe de commentaire. Il semblerait que certains investisseurs continuent, avec raison, de considérer le Bitcoin comme une alternative sérieuse au système financier traditionnel.





Il est, à ce stade, difficile de tirer des conclusions claires de tous les évènements que nous avons vécu au mois de mars. Voici ce que nous pouvons en retenir :

- Comme nous avons pu le constater lors des annonces de confinements en 2020, les Etats et les banques centrales réagissent de plus en plus vite lorsqu'un problème systémique surgit. Cela est rassurant, mais le revers de la médaille est que cet interventionnisme favorise la prise de risque.
- À la suite de la forte remontée des taux ainsi que la frilosité des banques, les conditions d'octroi de crédit devraient se durcir. Cela risque de provoquer des problèmes de liquidités pour certaines entreprises qui ont besoin de se refinancer. Faut-il craindre une prochaine cascade de faillites au sein des compagnies « zombies » ?
- Les taux d'intérêts devraient se stabiliser. Cependant, un retour à un niveau pré-Covid (croissance faible / inflation faible) semble difficilement envisageable. Le changement de paradigme semble bien avoir eu lieu et les banques centrales vont continuer à marcher sur des œufs.
- Par le passé, les hausses de taux ont mis entre 9 et 12 mois pour se faire ressentir dans l'économie réelle. La première hausse de taux de la FED date de mars 2022 alors que la BCE a agi en juillet 2022. Il est donc trop tôt à ce stade pour conclure à une récession. Toutefois, la réponse ne devrait pas tarder.
- Les marchés actions sont résilients. Les entreprises innovantes et aux bilans solides devraient profiter de la situation actuelle pour renforcer leur position.

Nous vous souhaitons de belles fêtes de Pâques et restons à votre disposition pour approfondir l'un ou l'autre des sujets abordés.



**Mention Légale :**

Ces documents sont à la destination exclusive des clients de Weisshorn Asset Management ayant signé un mandat de gestion et ayant exprimé le souhait de recevoir de telles informations et documents (tels que analyses financières, notes de recherches, rapports et commentaires de marchés et/ou factsheets). Ces documents ne peuvent être communiqués à des tierces parties. Les informations et opinions (y compris positions) qu'ils contiennent sont à titre informatif uniquement et ne peuvent être considérés comme une sollicitation, une offre ou une recommandation de vente ou d'achat de valeurs mobilières, d'influencer une transaction ou d'entrer dans une quelconque relation contractuelle. En particuliers, aucune information, document ou opinion (y compris positionnement) indiqué sur ce site Web concernant des services ou produits ne peut constituer ou être considéré comme une offre ou sollicitation de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou tout autre instrument financier dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation est prohibée par la loi ou pour laquelle la personne effectuant une offre ou sollicitation ne possède pas de licence ou autorisation réglementaire à cet effet ou dans laquelle toute offre ou sollicitation contrevient à la réglementation locale. Toute offre et sollicitation ainsi prohibée sera considérée comme nulle et Weisshorn Asset Management ignorera toute communication reçue à ce sujet. Les performances antérieures ne peuvent être considérées comme des indications ou garanties de performances actuelles ou futures, et aucune représentation ou garantie exprimée ou implicite n'est faite concernant de futures performances. Il est conseillé à chaque client de se faire assister par des professionnels afin d'évaluer les opportunités et risques associés à toute opération financière avant d'engager tout investissement ou toute transaction.