

LE CYGNE DE SILICONE

par Florent WABONT, économiste et Olivier GUILLOU, directeur de la gestion

En l'espace de quelques jours, les banques américaines Signature Bank, Silvergate Bank et Silicon Valley Bank ont fait faillite. Si les deux premières sont intimement liées à l'univers des cryptos actifs, c'est surtout sur la dernière (car plus « traditionnelle ») que l'attention s'est portée.

Le 10 mars dernier la Silicon Valley Bank (SVB) – 16^{ème} plus grosse banque américaine et surnommée la banque des startups – a donc fait faillite.

À fin 2022, les actifs de cette dernière s'élevaient à 209 Md\$, pour 175 Md\$ de dépôts. Elle était par ailleurs favorisée par les investisseurs en raison notamment de sa bonne notation ESG (en particulier son faible impact environnemental). La chute précipitée de cet établissement concentre tout à la fois une mauvaise diversification du risque client, une mauvaise gestion des risques, ainsi qu'une défiance au sein même de l'écosystème dont elle a précisément accompagné l'essor lors des dernières décennies.

Cet événement induit de facto un stress sur le système financier.

Quelles en sont les implications pour l'économie, les banques centrales et les marchés financiers ?

La SVB était le principal établissement bancaire de l'écosystème des startups du secteur de la technologie aux États-Unis. Elle accueillait principalement les liquidités de ces entreprises, nécessaires à leur fonctionnement

ainsi que des lignes de crédit pour financer leur croissance.

À cet égard, le risque client de la SVB n'était donc que peu diversifié, car majoritairement concentré sur un seul secteur d'activité.

Les montants déposés ont considérablement augmenté en 2020 et 2021, avant que le vent ne tourne pour les valeurs technologiques, dans le sillage des hausses de taux de la Fed qui ont comprimé les valorisations, la rentabilité des projets, et obligé ces entreprises à « brûler du cash » comme jamais.

En milieu de semaine dernière des retraits de liquidités de plus en plus importants, ont poussé la SVB à liquider une partie de son portefeuille obligataire de dettes souveraines américaines. Cette opération s'est soldée par de lourdes pertes, en raison de l'ancienneté du stock de titres vendus pour lequel une grande partie de la valeur a fondu du fait de la hausse des taux. La diffusion de ces informations dans des canaux privés, publics, puis la prise de parole de Peter Thiel (éminent investisseur du secteur) a engendré un effet de

panique, qui s'est traduit par un retrait massif des clients puis par la faillite de l'établissement et sa prise de contrôle de la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). D'un point de vue théorique, la chute de la SVB est un cas d'école de « bank run ».

Mentionnons également les deux faits saillants suivants : (i) le risque de taux sur les avoir en dettes souveraines n'était pas convenablement couvert, et (ii) la banque SVB (et d'autres de cette taille) sont soumises à des réglementations moins drastiques en comparaison d'établissements de plus grosse taille.

Craignant une crise de confiance et un risque systémique, les autorités américaines ont immédiatement réagi en « sauvant » les clients de la banque par le biais d'une garantie de tous les déposants, y compris au-delà des montants non couverts par la règle habituelle (> 250 000\$).

La Fed a également ouvert des mécanismes de fourniture de liquidités, afin d'assurer le bon fonctionnement des flux bancaires. Des discussions sont également en cours pour renforcer la réglementation.

À ce stade, nous dressons trois scénarios pour l'économie américaine :

- 1** Un « bank run » généralisé qui résulterait d'une crise de confiance, notamment sur les autres banques régionales de taille intermédiaire, avec pour conséquence une baisse de la consommation, de l'investissement privé, et in fine une contraction de l'activité économique. À terme, cela pourrait également amener à une concentration accrue du secteur bancaire.
- 2** Un « bank run » contenu ou évité n'aurait en revanche qu'une faible répercussion sur le couple croissance/inflation. En somme, un retour à l'état initial.
- 3** Un entre-deux qui coïnciderait avec une période d'incertitude qui perdure et des effets néfastes sur l'activité économique par le biais d'un affaiblissement de la confiance des agents économiques.

Pour la Banque centrale américaine, une nouvelle variable s'est immiscée dans l'équation : le maintien de la stabilité financière. Sera-t-elle prête à sacrifier sa lutte contre une inflation record sur l'autel de la stabilité financière ?

Pour sa réunion du 22 mars prochain, la Fed avait balisé sa communication. L'objectif semblait être celui d'envoyer un signal suggérant un taux terminal plus élevé. La faillite de la SVB vient tout bouleverser.

Ici aussi, plusieurs scénarios sont envisageables.

- 1** Une hausse de 0,25% en mars, sans remettre en cause le resserrement monétaire initié plus tôt. L'inflation reste la priorité.
- 2** Une pause dès le mois de mars, avec pour but de se laisser un temps d'observation. Le resserrement monétaire reprendrait une fois la situation « maitrisée ». La tendance reste la même mais la prudence est de mise.
- 3** Une hausse de 0,25% en mars voire pas de hausse du tout, suivi d'un desserrement monétaire forcé par l'enveniment de la situation (faillite d'une autre banque régionale, crise de confiance généralisée, problèmes majeurs de liquidités...).

En toile de fond, l'accès à la liquidité serait dans tous les cas facilitée ou renforcée par les mécanismes dédiés.

Notons enfin que les marchés ont quant à eux choisi leur camp. Ils ont en effet considérablement revu leurs perspectives de taux terminal et envisage plusieurs baisses de taux en 2023 et 2024, même si cette vision s'est quelque peu modérée avec la publication des chiffres d'inflation pour le mois de février.

Ecofi n'a pas d'exposition directe ou indirecte à SVB.

L'exposition financière est limitée en absolu et en relatif sur l'ensemble de nos portefeuilles obligations ou actions. Notre politique d'investissement sur le secteur bancaire est basée sur une approche de sélection des membres nationaux (tier1) sur les pays que nous couvrons au sein de l'OCDE.

Sur les portefeuilles obligataires, nous sommes diversifiés sur des émetteurs Opco (par opposition à HoldCo) de rang senior, senior not preferred majoritairement.

Quant à notre portefeuille actions, nous sommes sous-pondérés toutes zones. À noter que nous avons une exposition via Ecofi Actions US et Ecofi Convictions Monde sur une banque régionale californienne (First Republic Bank) pénalisée en bourse du fait de sa proximité géographique avec SVB, son positionnement, et par sa taille de bilan (classée 14^{ème} plus grosse banque américaine). Cette banque, dont le bilan est solide et dont les ratios de liquidités sont élevés, bénéficie en outre d'un accès d'urgence à 70 Md\$ pour faire face à des retraits.

Les marchés sont fortement affectés par les craintes liées à la faillite de SVB sur la stabilité du système financier et ce, malgré les propos qui se veulent rassurants des autorités américaines. En dépit des comparaisons avec 2008, nous considérons que les évolutions réglementaires mises en œuvre et les procédures de résistance rendent le secteur à même de gérer cette période de stress de marché, qui s'explique plus par la capacité d'absorber l'impact de la hausse des taux et la forte volatilité de la pente des courbes d'intérêt.

En fonction du sentiment, les marchés évoluent alternativement en risk-on/risk-off, générant ainsi de volatilité sur le prix des actifs et sur les anticipations de taux directeurs des Banques centrales. Le pilotage du resserrement des conditions monétaires en raison de la persistance de l'inflation et la communication des autorités monétaires seront particulièrement suivis.

Enfin, cette incertitude sur la nouvelle fonction de réaction des Banques centrales pèse sur la trajectoire haussière des marchés en 2023, sans pour autant modifier notre scénario économique.

« **Document non contractuel.** Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document. Ecofi Investissements ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. »