

## LE (DIS)CRÉDIT SUISSE

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

**Dans la tourmente depuis la semaine dernière, le sort de Credit Suisse s'est joué ce week-end après de longues heures de tractation sous l'égide des autorités helvétiques.**

En effet, avec les déclarations de la Saudi National Bank (1<sup>er</sup> actionnaire de la banque autour de 10%) indiquant qu'elle ne soutiendrait pas capitalistiquement le Credit Suisse, l'agenda s'est accéléré. La valorisation boursière de l'entreprise s'est effondrée, concomitamment à des retraits massifs de la part de ses clients (~10 Mds de francs suisses), faisant ainsi craindre aux autorités la survenue d'un événement systémique.

Rappelons que le Credit Suisse appartenait au club des banques G-SIBs (Global Systemically Important Banks) et qu'à ce titre était soumise à des obligations prudentielles supplémentaires et à une supervision plus intense. C'est finalement dimanche dernier que s'est dénoué l'épilogue, avec l'annonce par les autorités suisses du rachat de l'établissement par UBS, pour ~3 Mds d'euros, après une première proposition deux fois moins élevée. Les actionnaires recevront ainsi une action UBS pour 22,48 actions du Credit Suisse.

Autrement dit, l'UBS paiera 0,75 franc suisse par action, alors que le cours de clôture à vendredi dernier s'établissait à 1,86. La Banque Nationale Suisse assurera par ailleurs des lignes de liquidité à hauteur de 100 Mds d'euros. Certains porteurs de dettes bancaires reçoivent quant à eux un traitement moins favorable. L'équivalent de 17 Mds de francs suisses d'obligations dite AT1 (Additional Tier 1) se sont ainsi évaporées, entraînant une perte sèche pour les investisseurs.

Il s'agit de titres plus risqués dont le remboursement est contingenté à certaines conditions, qui n'ont pas été remplies selon le régulateur suisse. Ce n'est pas l'avis des analystes du secteur, pour qui cette décision remet en cause la hiérarchie habituelle priorisant les créanciers avant les actionnaires.

Cela crée un précédent et du remous sur la classe d'actifs en Europe.

C'est ainsi que s'achève un long feuilleton de controverses, ayant écorné l'image de l'établissement helvétique âgé de 166 ans. Ces dernières années, de multiples affaires de corruption et de mauvaise gestion des risques (affaires Archegos, Greensill...) s'étaient en effet enchaînées.

Dans le sillage de cette opération, une défiance envers les établissements bancaires européens pourrait avoir des conséquences pour la zone Euro.

D'une part, en raison de l'affaiblissement de la confiance des ménages et des entreprises, et d'autre part via le comportement que les banques s'imposeront à elles-mêmes par excès de prudence.

Ce dernier élément se traduirait par un durcissement des conditions financières, contraignant par exemple la délivrance de crédit.

Par extension, l'environnement devient plus difficile à manœuvrer pour la Banque centrale européenne (BCE), sans pour autant modifier drastiquement ses priorités.

L'inflation s'accroche, et demeure l'ennemie numéro 1, notamment des pays du Nord dont le courant de pensée est dominant au sein de l'institution. La BCE pourrait donc être tentée d'augmenter les taux directeurs à petit pas, mais peut-être un peu moins haut...

**Ecofi n'était pas exposé aux titres Credit Suisse Group AG (HoldCo) de séniorité ATI qui ont fait l'objet d'un write-off et valent donc zéro.**

**En revanche, Ecofi a une exposition limitée à 2 fonds de la gamme sur l'émetteur Credit Suisse AG (Opco) de rang senior unsecured (échéances FRN 2023 et FIX 2026).**

Nous rappelons que 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 largement diversifiés sur des émetteurs Opco (par opposition à HoldCo) de rang senior, senior not preferred majoritairement.

Sur notre **portefeuille actions**, nous sommes sous-pondérés toutes zones.

L'événement de crédit lié à la perte totale de la valeur des titres ATI à la différence des actionnaires qui ne sont pas totalement expropriés constitue un précédent. On rappelle que ce segment représente en Europe un encours de 275 Mds\$. C'est une classe d'actifs assez prisée auprès de clients recherchant un rendement obligataire élevé. Les autorités doivent rassurer sur la hiérarchie des instruments d'absorption des pertes pour stabiliser ce segment essentiel au mécanisme de surveillance des banques, qui au demeurant reste plus attractif en rémunération que la détention des actions.

### La crainte d'une contagion à tout le secteur financier en Europe nous semble exagérée, en revanche la dynamique boursière du secteur nous semble entamée pour trois raisons.

- 1** Une réévaluation par les investisseurs obligataires des primes de risques demandées pour investir dans des instruments financiers de séniorité (protection) la plus faible (même si le rendement était attrayant a priori) augmentant ainsi le coût du capital
- 2** Une possibilité de régulation et/ou de surveillance plus forte, notamment dans le pilotage du risque
- 3** Une prudence des investisseurs amenant paradoxalement (en contre-exemple du cas Credit Suisse) à des choix motivés plus par les filets de sécurité (too big to fail) que par les performances opérationnelles

« **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 a 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. »