

Secteur bancaire : analyse des conséquences des récents événements



Monica DEFEND
Directrice de l'Amundi
Institute



Vincent MORTIER
Directeur des Gestions du
Groupe



Matteo GERMANO
Directeur adjoint des
gestions du Groupe

- **Impact sur les perspectives économiques mondiales et les banques centrales :** l'atterrissage de l'économie pourrait être plus difficile qu'initialement prévu. Nous constatons déjà une détérioration tangible de l'économie américaine, qui devrait entrer en récession au deuxième trimestre. Le resserrement du crédit qui commence à se matérialiser aura un impact sur la croissance et déterminera l'ampleur de la récession. Dans un contexte de perspectives économiques plus faibles, le marché réévalue l'action des banques centrales. Nous pensons toujours que, lors de la réunion de cette semaine, la Fed relèvera probablement ses taux de 25 points de base. Mais toutes les hausses ne sont pas identiques : cette mesure sera nécessaire pour maintenir la confiance du marché (comme l'a fait la BCE). Il est possible que nous ayons encore une hausse de 25 points de base d'ici la fin de l'année, mais cela supposerait qu'il n'y ait pas d'autres problèmes dans le secteur bancaire, que les mesures de liquidité de la Fed permettent une stabilisation du secteur bancaire, que l'offre de crédit diminue et que l'inflation soit persistante. Pour que nous confirmions le taux terminal de 5,25, il faudrait que l'ensemble de ces conditions soit réuni. Nous entrons en terrain inconnu et nous nous attendons à ce que les banques centrales conservent une approche encore plus dépendante des données, avec peu ou pas d'orientation stratégique, comme ce qui s'est passé lors de la récente réunion de la BCE.
- **Point sur les récents événements concernant le secteur bancaire :** les régulateurs suisses ont organisé le rachat de Credit Suisse par UBS au cours du week-end afin de limiter la propagation de la crise de Credit Suisse. Dans l'ensemble, la fusion a un impact positif, car elle élimine certains des principaux risques auxquels sont confrontées les banques européennes et il est de bon augure que le secteur privé trouve une solution à ce problème. Cependant, la dépréciation des obligations AT1 (« Additional Tier 1 ») a surpris les investisseurs et a eu un impact négatif sur le marché du crédit subordonné bancaire. Les autres régulateurs européens (Autorité bancaire européenne, Conseil de résolution unique, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre) ont déjà confirmé leur approche en matière de résolution et le fait que les instruments de capitaux propres doivent absorber les pertes avant toute dépréciation des obligations AT1. Cela devrait rassurer les investisseurs sur le cadre réglementaire européen et soutenir le marché.
- **Impact sur le secteur bancaire européen :** nous pensons que le système bancaire européen est solide et que la réévaluation actuelle des prix créera des opportunités de crédit attrayantes pour les banques de détail les plus stables et les plus qualitatives. En ce qui concerne les actions, l'expansion des marges d'intérêt nettes sera moins importante que prévu et les volumes seront plus faibles en raison du resserrement des conditions de crédit. Cela aura des conséquences sur la croissance des bénéfices européens dans leur ensemble, car les banques étaient censées être le principal moteur du bénéfice par action européen à court et moyen terme. La croissance des bénéfices des banques européennes restera positive, mais moins que prévu. Les inquiétudes concernant les crises du crédit semblent excessives compte tenu de la solidité du profil de liquidité et de la position en capital des banques européennes.
- **Impact sur les marchés émergents :** les actifs des marchés émergents, qui ont été les plus performants ces dernières années, n'ont pas été épargnés par la volatilité du marché, avec un certain élargissement du spread de taux d'intérêt sur la dette en devise forte et l'abandon par l'indice MSCI marchés émergents d'une partie de sa performance. Au contraire, sur la même période, la durée de la dette en devise locale a affiché de belles performances en raison de la réévaluation initiale de la trajectoire de la politique monétaire des principales banques centrales et des attentes d'une position plus

accommodante se propageant aux banques centrales des pays émergents. Nous restons sélectifs sur les pays émergents en examinant les zones de résilience et de vulnérabilité pays par pays. Un cycle de resserrement de la politique monétaire proche de son point culminant et la réouverture de l'économie chinoise pourraient être des facteurs positifs, dès que la situation sur les marchés financiers se stabilisera.

- **Impact sur la position globale d'investissement cross-asset** : alors que 2023 a démarré avec une position prudente sur les actifs risqués, nous sommes de plus en plus prudents sur le crédit à haut rendement. Nous sommes également plus favorables à la duration américaine, qui joue de nouveau son rôle d'actif de diversification dans les phases de turbulences. Nous sommes aussi positifs vis-à-vis de l'or, en raison de son attrait en tant que valeur refuge en période d'aversion au risque. En ce qui concerne le pétrole, nous adoptons une position neutre, après avoir été favorables à ce dernier pendant un certain temps. En effet, les conséquences négatives d'un affaiblissement de la demande aux États-Unis et en Europe dans un scénario de resserrement du crédit l'emportent largement sur l'impact positif de la réouverture de l'économie chinoise.

« En raison du resserrement des conditions financières, nous anticipons des perspectives économiques américaines plus faibles et une Fed moins sévère : une légère augmentation des taux est toujours prévue, suivie d'une pause. »

Comment les actuelles turbulences dans le secteur bancaire impactent votre vision de l'économie et des actions des banques centrales ?

Le resserrement de la politique monétaire est intervenu tardivement, l'inflation ayant d'abord été considérée comme un phénomène temporaire. La reconnaissance de pressions inflationnistes plus persistantes a conduit la Fed à s'engager dans une hausse très rapide et très forte des taux, qui devrait peser sur l'économie dans la deuxième partie de l'année et qui suscite aujourd'hui quelques inquiétudes. **L'atterrissage de l'économie, en particulier, pourrait être plus brutal qu'initialement prévu. Nous constatons déjà une détérioration tangible de l'économie américaine, qui devrait entrer en récession au deuxième trimestre. Le resserrement du crédit aura un impact sur la croissance et déterminera l'ampleur de la récession. Si la réouverture de l'économie chinoise est globalement bénéfique, elle ne suffira pas à compenser l'atterrissage difficile de l'économie américaine.**

Dans ce contexte économique plus sombre, le marché réévalue les actions des banques centrales. Si avant la crise, le marché s'interrogeait sur la possibilité d'une nouvelle hausse forte ou faible des taux de la Fed, le débat porte désormais sur une absence ou une faible hausse, à un moment où le resserrement quantitatif est également remis en question.

Resserrement des conditions financières et réévaluation par le marché du taux terminal de la Fed



Source : Amundi Institute sur la base de données Bloomberg, au 20 mars 2023. Les conditions financières correspondent à l'indice Bloomberg US Financial Conditions Index.

De leur côté, les banques centrales montrent leur volonté de différencier leur politique monétaire (visant à lutter contre l'inflation) des mesures prises pour faire face à la crise du secteur bancaire. Le fait que **les banques centrales prennent au sérieux les turbulences actuelles est confirmé par l'annonce, au cours du week-end, d'une action coordonnée visant à accroître les conditions de liquidité en dollar américain.** Cette action n'est pas inhabituelle car les banques centrales agissent de manière proactive pour atténuer toute pression potentielle de financement dans le système avant qu'elle n'apparaisse.

- Nous entrons en terrain inconnu et nous nous attendons à ce que les banques centrales conservent une approche encore plus dépendante des données, avec peu ou pas d'orientation stratégique, comme ce qui s'est passé lors de la récente réunion de la BCE. **Cela continuera à maintenir une forte volatilité sur les marchés obligataires.**

« L'accord entre UBS et Credit Suisse permet d'éliminer les risques de contrepartie et de contagion. »

Au cours du week-end, les régulateurs suisses ont organisé le rachat de Credit Suisse par UBS afin de limiter la propagation de la crise. Quel est votre point de vue sur cet accord ?

Credit Suisse était le maillon faible du secteur bancaire européen, compte tenu de ses problèmes particuliers de viabilité et de rentabilité (problèmes de gouvernance, banque d'investissement en difficulté et manque de diversification des clients), de sorte qu'une fusion avec UBS devrait rétablir la confiance dans les banques européennes.

Même si, à notre avis, une résolution non coordonnée aurait été gérable (étant donné que les expositions à Credit Suisse étaient diversifiées dans plusieurs secteurs), **l'accord élimine jusqu'à présent les risques de contrepartie et de contagion. Il est également de bon augure de voir une solution du secteur privé à ce problème**, sans qu'il soit nécessaire de recourir à un renflouement par le gouvernement de grande ampleur (contrairement à la crise financière de 2008 où le soutien de l'État a joué un rôle important).

Si la fusion peut s'avérer une opération stratégique attrayante à long terme pour UBS, puisque le groupe devrait accroître sa part de marché dans la gestion de fortune et les services bancaires suisses, l'intégration devrait être complexe et mobiliser l'attention de la direction au cours des prochaines années. Il est également surprenant que les actionnaires d'UBS n'aient pas eu le droit d'approuver une transaction d'une telle ampleur, même si le temps semblait être un facteur essentiel compte tenu des pressions sur les liquidités auxquelles était confronté Credit Suisse et des risques plus larges pour la stabilité financière si une solution rapide n'était pas trouvée. Dans l'ensemble, nous pensons que les problèmes de Credit Suisse étaient idiosyncrasiques, et nous ne pensons donc pas que cela puisse déclencher une nouvelle consolidation dans le secteur bancaire.

Comment évaluez-vous la dépréciation complète des obligations AT1 de Credit Suisse et son impact sur le marché du crédit ?

Malgré les clauses de viabilité spécifiques attachées aux obligations AT1 suisses, la décision du régulateur suisse Finma d'imposer une dépréciation complète des **16 milliards de francs suisses d'obligations AT1 de Credit Suisse, tout en préservant une partie des fonds propres, a surpris car elle ne semble pas respecter la hiérarchie des créanciers.**

L'accord mis au point par les autorités suisses au cours du week-end devait être attrayant pour UBS. Outre la faiblesse du cours de l'action, l'une des conditions requises pour rendre l'opération attrayante était une dépréciation totale de l'obligation AT1 de Credit Suisse. La dépréciation de l'AT1 était due à la nécessité de rendre l'opération plus attrayante et n'a pas été déclenchée en raison d'un montant insuffisant de capital pour Credit Suisse. Cette opération a été rendue possible par l'émission d'une ordonnance d'urgence adaptée à cette transaction particulière.

Cela a des conséquences négatives évidentes sur les AT1, qui sont considérés comme aussi risqués (voire plus) que les actions. Ce **n'était pas la façon dont le marché évaluait les AT1 et cela les rendra donc plus chers à émettre pour les banques à l'avenir.** Cela a conduit dans un premier temps à une forte réévaluation des titres AT1, avec un impact limité sur d'autres aspects de la structure du capital des banques, à savoir les obligations Lower Tier 2 et les obligations non préférentielles. Nous avons également observé une action plus modérée du marché sur les titres subordonnés des sociétés non financières.

Bien que cela soit utile, les autres régulateurs européens (l'Autorité bancaire européenne, le Conseil de résolution unique, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre) ont déjà confirmé leur approche en matière de résolution et le fait que les instruments de capitaux propres doivent d'abord absorber les pertes avant toute dépréciation de l'AT1, ce qui devrait fournir certaines assurances aux investisseurs sur le cadre réglementaire européen et soutenir la réouverture du marché de l'AT1 à de nouvelles émissions primaires au fil du temps. Cette communication devrait atténuer en partie les turbulences sur les prix des obligations AT1.

« La dépréciation des obligations AT1 de Credit Suisse a des conséquences négatives sur le marché de la dette subordonnée. Le fait que les régulateurs aient rassuré sur le cadre réglementaire devrait contribuer à atténuer les turbulences sur les prix. »

Nous confirmons notre point de vue : nous pensons que le système bancaire européen est solide et que la réévaluation actuelle des prix créera des opportunités attrayantes pour les banques les plus stables.

En ce qui concerne les actions, comment l'opération UBS-Credit Suisse affecte-t-elle votre vision du secteur bancaire européen ?

L'augmentation des marges nettes d'intérêt sera moins importante que prévu et les volumes seront plus faibles en raison du resserrement des conditions de crédit. Cela aura des conséquences sur la croissance des bénéfices européens dans leur ensemble, car on s'attendait à ce que les banques soient le principal moteur du bénéfice par action européen à court et à moyen terme. **La croissance des bénéfices des banques européennes restera positive, mais moins que prévu.**

En outre, la **concurrence pourrait s'intensifier pour certains établissements, bien que le profil de liquidité de l'ensemble du secteur en Europe semble encore très solide, avec une concurrence des fonds du marché monétaire moins importante qu'aux États-Unis.**

La rentabilité du secteur dépendra de la capacité de l'économie européenne à éviter la récession au cours des prochaines années et de la robustesse des marchés de l'emploi. Toute détérioration de ces éléments entraînerait une détérioration de la qualité des actifs. Si les craintes d'un resserrement du crédit peuvent s'accroître avec l'augmentation des coûts de financement, le **solide profil de liquidité et la position en capital du secteur bancaire européen devraient garantir que de nouvelles facilités de prêt restent disponibles pour soutenir l'économie.** Nous considérons donc que ces craintes sont actuellement injustifiées.

Le sentiment à l'égard des banques s'étant détérioré au cours des dernières semaines, les primes de risque se sont déplacées et le coût moyen implicite des capitaux propres pour le secteur se situe déjà à des niveaux très élevés, à environ 16 %. En ce qui concerne les valorisations, elles semblent tenir compte d'un grand nombre d'éléments négatifs, avec des multiples cours/bénéfices de l'ordre de 6 fois 2024e, par rapport à une moyenne historique d'environ 10 fois.

« **Les inquiétudes concernant les crises du crédit semblent excessives compte tenu de la solidité du profil de liquidité et de la position en capital des banques européennes.** »

« **La croissance des bénéfices des banques européennes restera positive, mais moins qu'anticipé.** »



Source : Amundi Institute sur la base de donnée Bloomberg, au 20 mars 2023.

En ce qui concerne les marchés émergents, comment évaluez-vous l'impact de la crise actuelle, en termes de résilience et de vulnérabilité ?

Le sentiment d'aversion au risque déclenché par la faillite de SVB d'abord, puis par les problèmes de Credit Suisse ensuite, a également affecté les actifs des marchés émergents. **La vente massive a surtout touché les actifs des marchés émergents qui avaient été les plus performants ces derniers temps**, avec un certain élargissement du spread de taux d'intérêt sur la dette en devise forte et l'abandon par l'indice MSCI marchés émergents d'une partie de sa performance.

Au contraire, sur la même période, **la durée de la dette locale a affiché de belles performances en raison de la réévaluation initiale de la trajectoire de la politique monétaire des principales banques**

« La sélectivité va s'accroître pour les pays émergents : nous examinons les risques et les opportunités sous l'angle du cycle économique mondial, de la réouverture de l'économie chinoise et de la réaction des banques centrales à l'inflation. »

« Nous restons prudents en termes d'allocation d'actifs, et notre approche est de plus en plus prudente dans les secteurs du marché sensibles aux perspectives économiques, tels que le haut rendement et le pétrole. »

centrales et des anticipations d'une position plus accommodante se propageant aux banques centrales des pays émergents.

A l'avenir, nous pensons que :

- La sélection sera de plus en plus importante, car une phase prolongée d'aversion au risque, due au stress du secteur bancaire, pourrait rendre l'accès au crédit plus difficile pour les entreprises et les institutions souveraines, et plus encore pour les valeurs les plus vulnérables.
- En outre, une phase de modération des prix du pétrole et des matières premières, dans un environnement de faible croissance, ne profitera pas à la composante *high yield* de la dette en devises fortes. Au contraire, la composante *investment grade* semble mieux préservée, même si elle reste certainement chère. La performance attendue de la dette en monnaie locale est plus ambiguë, avec des rendements attendus plus élevés du côté de la duration et des opportunités très sélectives du côté du change ;
- En ce qui concerne les actions des pays émergents, les tensions actuelles dans le secteur bancaire, qui se traduisent par un resserrement des conditions de financement et une croissance économique plus faible, renforcent l'idée que la saison de publication des résultats des entreprises s'annonce médiocre, même si le redémarrage de l'économie chinoise devrait compenser en partie cette tendance négative. Les valorisations des actions dans les pays émergents restent attrayantes (principalement en Amérique latine et en Europe de l'Est).
- Le business model des banques des marchés émergents est différent de celui des pays développés et certainement de celui de SVB. La plupart des actifs des banques des pays émergents sont principalement constitués de prêts plutôt que de titres d'investissement, avec une forte composante de dépôts de clients particuliers. Les dépôts de gros ont augmenté, mais ils ne représentent normalement pas une part importante des sources de financement. Une part relativement plus importante est probablement concentrée dans les valeurs systémiques (émetteurs en dollar américain). Par conséquent, la sensibilité des bilans des banques des pays émergents aux variations des taux d'intérêt n'est pas très élevée, mais pourrait être indirectement influencée par les conditions économiques.

Enfin, comment évaluez-vous l'environnement d'aversion au risque et comment les investisseurs doivent-ils y faire face ?

Des perspectives économiques plus incertaines, avec un risque de récession plus élevé et peu d'indications sur les actions des banques centrales, nous incitent à adopter une position de plus en plus prudente dans l'ensemble. Alors que nous avons déjà commencé 2023 avec une position prudente sur les actifs à risque, nous sommes de plus en plus prudents sur le crédit à haut rendement. Nous sommes également plus favorables à l'égard de la duration américaine, qui joue de nouveau son rôle d'actif de diversification dans les phases de turbulences. Nous sommes aussi positifs à l'égard de l'or, en raison de son attrait en tant que valeur refuge en période d'aversion au risque. En ce qui concerne le pétrole, nous adoptons une position neutre, après avoir été favorables à ce dernier pendant un certain temps. En effet, les retombées négatives d'un affaiblissement de la demande aux États-Unis et en Europe dans un scénario de resserrement du crédit l'emportent largement sur l'impact positif de la réouverture de l'économie chinoise.

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. L'Amundi Institute regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.

Découvrir Amundi Institute



Définitions

- **AT1** : les instruments de fonds propres additionnels de catégorie 1 sont continus/perpétuels, en ce sens qu'ils n'ont pas d'échéance fixe, y compris les actions privilégiées et les titres convertibles à haut degré de contingence. Les titres convertibles contingents (souvent appelés CoCos) sont une composante majeure de l'AT1 et leur structure est façonnée par leur objectif principal, à savoir une source de capital facilement disponible pour une entreprise en temps de crise.
- **Points de base (pb)** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Credit Default Swap (CDS)** : un Credit Default Swap (CDS) est un accord de swap financier selon lequel le vendeur du CDS dédommagera l'acheteur en cas de défaillance d'un prêt ou d'un autre événement de crédit.
- **Spread de crédit** : il s'agit de l'écart entre le rendement d'une obligation d'entreprise et le rendement du Trésor. L'écart ajusté en fonction des options est une mesure de l'écart ajusté pour tenir compte d'éventuelles options intégrées.
- **Secteurs cycliques et secteurs défensifs** : les entreprises cycliques sont des entreprises dont les bénéfices et le cours des actions sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les actions défensives sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques sont la consommation discrétionnaire, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux, tandis que les secteurs défensifs sont la consommation de base, l'énergie, les soins de santé, les services de télécommunications et les services publics.
- **Bénéfice par action (BPA)** : il s'agit du bénéfice d'une entreprise divisé par le nombre d'actions ordinaires en circulation. Le résultat obtenu est un indicateur de la rentabilité de l'entreprise.
- **Spread ajusté à l'option** : il s'agit de la mesure de l'écart entre le taux d'un titre à revenu fixe et le taux de rendement sans risque, qui est ajusté pour tenir compte d'une option incorporée.
- **Duration** : la duration est une mesure de la sensibilité du prix (la valeur du capital) d'un investissement à revenu fixe à une variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.
- **Ratio cours/bénéfice (ratio PE)** : ratio d'évaluation d'une entreprise qui mesure le prix actuel de son action par rapport à son bénéfice par action (BPA).
- **Investissement de qualité** : vise à capturer les performances des actions de croissance de qualité en identifiant les actions ayant un rendement élevé des capitaux propres, une croissance stable des bénéfices d'une année sur l'autre et un faible effet de levier financier.
- **Spread** : différence entre deux prix ou deux taux d'intérêt.
- **Taux terminal** : le taux terminal est défini comme le point culminant où le taux d'intérêt de référence - le taux des fonds fédéraux - s'arrêtera avant que la banque centrale ne commence à le réduire.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 21 mars 2023. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.
Date de première utilisation : 21 mars 2023.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Rédacteurs en chef

Monica DEFEND

Directrice de l'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des Gestions du Groupe

Matteo GERMANO

Directeur adjoint des Gestions du groupe

Support marketing destiné au grand public