

► Lettre Trimestrielle

Julien Devaux

Genève, le 11 avril 2023

Assis à côté de lui, un journaliste a posé la question à Lehman, patron du Credit Suisse: « Qui est responsable de cette catastrophe? ». Il a choisi de blâmer Twitter. Extrait d'un article du Financial Times citant Axel Lehman, président du Credit Suisse.

Chers amis, Chers investisseurs,

Il y a de cela seulement trois mois, tout le monde s'inquiétait de l'inflation, d'une possible récession et de la poursuite de la guerre en Ukraine. Nous nous doutions que 2023 apporterait son lot de nouveautés et d'inattendu, qui viendraient progressivement remplacer les inquiétudes de l'année dernière. Le moins que l'on puisse dire c'est que les trois premiers mois de 2023 n'ont pas déçu sur ce point, avec en tête des préoccupations, la faillite de la Silicon Valley Bank et la secousse engendrée sur le système financier qui ont relégué l'inflation et les craintes de récession au second rang.

Quelques banques ont, en effet, frôlé la faillite et ont dû être reprises (i.e. sauvées), soit par le régulateur (Silicon Valley Bank par la FDIC), soit par un concurrent (Credit Suisse par UBS dans un mariage forcé par le gouvernement). La presse s'est suffisamment étalée sur ce sujet, mais deux questions importantes restent en suspens. Premièrement, s'agit-il d'une répétition des événements de 2008 ? Ensuite, pourquoi ce type d'événement se répètent-ils ?

Tout d'abord, non, ce n'est pas 2008. Les banques d'aujourd'hui sont bien mieux capitalisées et plus sûres qu'elles ne l'ont été, depuis probablement les années 1960. Les lois et réglementations mises en place après 2008 ont considérablement réduit le ratio de levier inhérent au bilan d'une banque. Avant 2008, il n'était pas rare que certaines banques aient un effet de levier de 30 à 35 fois, ce qui signifie qu'une simple perte de 4% de leur bilan pouvait conduire à une faillite. De nos jours, les banques ont un ratio de levier plus sain, d'environ 10 fois, ce qui permet de fortement réduire le danger, si la banque est bien gérée (l'accent étant ici mis sur le conditionnel). En effet, pour une banque, perdre 10% de son bilan au travers de mauvais investissements, ou suite à une mauvaise gestion, n'est pas impossible, et nous en avons à nouveau eu la preuve avec Silicon Valley Bank.

Nous ne sommes pas en 2008 car, contrairement à l'époque, les risques ne sont pas systémiques (répartis sur l'ensemble du système financier, comme l'étaient les produits sub-primés à l'époque) mais plutôt idiosyncrasiques (spécifiques à chaque banque défaillante).



Dans le cas de Silicon Valley Bank, le management a pris la décision d'investir dans des actifs sans risque, de duration longue (bons du Trésor américain avec des échéances lointaines), dans une période de taux d'intérêts très bas. Le taux d'une obligation étant en fonction inverse de son prix, la remontée des taux a occasionné une chute brutale du prix de ces bons du Trésor. Ceci ne pose pas de problème tant que ces investissements sont gardés jusqu'à échéance et donc remboursés à leur valeur nominale. La banque aurait donc dû être en mesure de gérer le problème. Sauf que des doutes ont surgi parmi certains de ses plus gros déposants. Le bruit s'est répandu et la fuite des dépôts s'est enclenchée.

Dans le cas du Credit Suisse, les métastases étaient déjà présentes depuis longtemps et les clients privés importants avaient déjà massivement quitté la banque. Pour citer Hemingway : la faillite se produit «progressivement puis soudainement». Cela ne pourrait pas être plus vrai que pour le Credit Suisse. Si l'accident de Silicon Valley Bank ne s'était pas produit, Credit Suisse aurait pu continuer à vivoter, bien que l'issue finale ne faisait aucun doute.

Sans rachat dans l'urgence, la faillite aurait entraîné un lent démantèlement des différentes parties de la banque (la partie banque d'investissement étant le véritable souci), avec un scénario négatif pour les actionnaires, dans tous les cas. Ce n'est pas seulement Twitter, comme le président l'a laissé entendre (essayant ainsi de s'absoudre de tout pêché et de s'offrir un dernier bonus pour la route), qui a coulé le Credit Suisse, ce sont des années d'incompétence managériale et de mauvaises décisions stratégiques.

Il est essentiel de comprendre que les banques traitent une seule et unique marchandise. Non, pas l'argent, l'argent est juste le moyen, mais la confiance. Les clients doivent avoir la confiance absolue que la banque sera en mesure de leur rendre leur argent à tout moment. Une fois que la confiance est rompue, c'est la fin. Dès que le PDG d'une banque doit prononcer les mots tant redoutés, «tout va bien», l'histoire est finie. Le simple fait de le dire signifie que ce n'est tout simplement plus vrai. Une fois la confiance perdue, l'orchestre peut continuer à jouer, mais tout comme sur le Titanic, cela n'empêchera pas le navire de couler.

Notons toutefois qu'en dépit de ces quelques trublions, les banques ont rarement été aussi rentables qu'aujourd'hui. Malgré cela, les régulateurs sont toujours aussi vigilants et, dans la plupart des pays développés, ceux-ci doivent donner leur feu vert avant que les banques ne puissent augmenter les dividendes ou racheter des actions. Alors, même si nous ne percevons pas un risque systémique à l'heure actuelle, cela nous conforte dans notre choix de ne pas investir dans les sociétés financières (banques ou compagnies d'assurances). Nous les évitons car il est difficile de savoir ce qu'il y a exactement dans le bilan et des doutes subsistent, en général, sur la capacité des dirigeants à superviser l'ensemble des risques à moyen terme. Comme nous l'avons vu pendant cette crise, cela peut même aller encore plus loin. La composition du bilan de la Silicon Valley Bank était, par exemple, connue de tous et ne comportait pas de produits à risque, seulement des bons du Trésor américains à long terme et, par conséquent, un décalage entre la duration des actifs et des passifs. Contrairement à 2008, il n'y avait pas de grand secret, pas de produits complexes incompris de tous. Malgré cela, la banque a fait faillite.



Dans le cas du Credit Suisse, le bilan était également sain, mais le problème était surtout lié à la direction et à des mauvais investissements. Au cours des dernières années, la banque a changé plusieurs fois de management. Chaque équipe de direction a quitté la banque plus ou moins volontairement, mais toujours avec les poches pleines en dépit de performances mitigées. La confiance a donc commencé à s'éroder. Surtout lors de la découverte de mauvais investissements réalisés par la banque elle-même. L'investissement massif dans le fonds Archegos, par exemple, ou dans de mauvais produits qui étaient vendus aux clients, comme le fonds d'affacturage créé en partenariat avec le fraudeur australien Lex Greensill.

En ce qui concerne la deuxième question : pourquoi de tels événements continuent-ils à se produire, la réponse tient en un seul mot, incentives. Il est important de souligner que les banques ne sont pas différentes des autres entreprises. Beaucoup de sociétés, dans de nombreux secteurs différents, échouent et font faillite. Dans le cas d'une banque, la situation est plus médiatisée car l'argent des clients est à risque et il y a souvent de très nombreux clients.

Comme dans tout autre secteur ce sont donc les incentives (un mot tellement anglo-saxon qui ne se traduit même plus en français) les grands responsables. Une fois qu'un événement de quasi-faillite se produit, l'une des premières questions qui est généralement posée est « comment la direction a-t-elle pu être aussi ignorante ? ». La réponse, la plupart du temps, est simplement qu'elle a été incitée par le conseil d'administration. Les incentives, la plupart du temps, signifient plus d'argent : plus de salaire, plus de bonus, plus d'actions, ou encore plus d'options d'achat d'actions. La seule chose qui compte est que, si la direction prend une certaine décision, atteint un certain objectif (généralement à court-terme), elle recevra plus d'argent.

Ceci est vrai dans tous les secteurs et les incentives, ainsi que la façon dont elles sont structurées, sont des données que nous passons beaucoup de temps à examiner dans les entreprises dans lesquelles nous investissons. Il n'y a pas de système d'incitation parfait, mais cela se complique dans le secteur financier car les gains sont généralement beaucoup plus importants qu'ailleurs (bien que le secteur de la technologie ait connu des excès tout aussi préjudiciables au cours des cinq dernières années).

Par ailleurs, la direction d'une banque n'a généralement que très peu à perdre. Sa structure de rémunération est principalement en espèces sous toutes ses formes, ou en options d'achat d'actions à tel point favorables qu'il s'agit de quasi-cash. La direction n'est pas obligée d'investir dans les produits financiers que la banque vend à ses clients et les objectifs sont généralement fixés à court terme. Il n'y a aucun autre secteur dans lequel les incitations sont aussi peu alignées avec les intérêts des actionnaires.

Il est donc clair que les risques pour un investisseur sont plus élevés dans le secteur financier. Bien entendu, toutes les banques ne sont pas mal gérées, et tous les packs d'incitations ne sont pas mal structurés. JPMorgan Chase, BNP, Santander ou encore Unicredit, par exemple, sortent actuellement du lot. Mais, à un moment donné, cela peut changer. En 2008, Credit Suisse avait réussi à échapper à la débâcle des sub-primes sans aide gouvernementale. Sa direction avait pesé le risque, alors qu'UBS était au bord de la faillite...



Outre les mésaventures bancaires, qu'en est-il de ce premier trimestre 2023 ? De toute évidence, le fait de ne pas être directement exposé au secteur financier (nous le sommes par l'intermédiaire des places de bourses, des agences de notation et des fournisseurs de cartes de crédit par exemple) s'est avéré être un véritable avantage.

Nous constatons des rendements plus normaux en 2023 et le premier trimestre a été excellent. Une certaine période de digestion de ces gains est à attendre dans les mois à venir. Il est également intéressant de noter que, mis à part certaines sources de stress supplémentaires, rien n'a véritablement changé depuis l'année dernière. Nous sommes passés de l'inquiétude suscitée par l'inflation et la récession à l'inquiétude d'une faillite bancaire globalisée.

L'opinion générale au sujet d'une éventuelle récession avait déjà quelque peu changé, en ce début d'année, passant d'une quasi-certitude à une éventualité beaucoup moins probable. Et, bien que l'inflation ait montré quelques signes de vigueur en janvier et que les banques centrales aient continué d'augmenter les taux d'intérêts, il nous semble désormais que celle-ci montre désormais ses premiers signes de faiblissement.

De plus, les faillites bancaires ont toujours un impact sur l'environnement financier mondial. Les banques veulent montrer aux actionnaires qu'elles sont en bonne santé et cela signifie nécessairement un ralentissement dans l'octroi de nouveaux prêts. Aux États-Unis, les banques régionales (toujours 25% du marché et très importantes pour les petites et moyennes entreprises) ont connu des sorties de fonds records, en raison des craintes de contagion, suite à la chute de Silicon Valley Bank. Le renforcement des bilans devient donc désormais l'objectif principal pour l'ensemble du secteur.

Ce ralentissement des prêts bancaires devrait se répercuter, à un moment donné, en 2023. Il est impossible de prévoir si cela se transformera en véritable récession, mais il est indéniable que nous assisterons à un certain refroidissement. Cela signifie également que l'inflation devrait poursuivre sa trajectoire baissière. Dans ce contexte, nous pensons que nous atteignons la fin des hausses des taux dans lesquelles les banques centrales se sont engagées depuis début 2022.

2023 a donc plutôt bien commencé, malgré les turbulences bancaires. Le scénario idéal pour les prochains mois serait un peu plus de sérénité afin que les marchés puissent absorber les gains.

Avec nos salutations les meilleures,

Votre équipe CaridaB

