

mardi 14 mars 2023

Un « pivot » trop rapide sur les anticipations de politique monétaire américaine ?

- S&P 500 : 3 856 (- 0,2%) / VIX : 26,52 (+ 6,9%)
- Dow Jones : 31 819 (- 0,3%) / Nasdaq : 11 189 (+ 0,5%)
- Nikkei : 27 176 (- 2,4%) / Hang Seng : 19 308 (- 2,0%) / Asia Dow : - 2,3%
- Pétrole (WTI) : 73,86 \$ (- 1,3%)
- 10 ans US : 3,490% / €/€ : 1,0714 \$ / S&P F : + 0,3%

(À 7h15 heure de Paris, Source : Marketwatch)

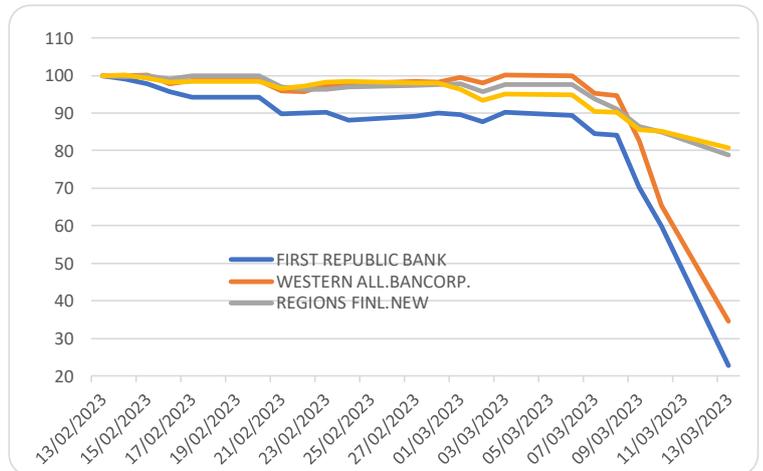
Crise bancaire ?

Aversion pour le risque. Les Bourses européennes ont fini en forte baisse. Le CAC 40 a perdu 2,9%, le Dax 3,0% et le FTSE 100 a lâché 2,6%, tandis que la Bourse de Milan a fini en baisse de 4,0%. Wall Street limite les dégâts, notamment avec un indice Nasdaq en légère hausse (+ 0,5%). Mais, le VIX progresse encore de 7% à 26,52, preuve que les investisseurs perçoivent un risque majeur sur le système bancaire américain.

La disparition inattendue de Signature Bank au cours du week-end, ainsi que la faillite de la Silicon Valley Bank vendredi, ont déclenché des ventes paniques de l'ensemble des banques régionales américaines. **Les actions des banques régionales telles que First Republic Bank (- 61,8%), Western Alliance Bancorp (- 47.1%), PacWest Bancorp (- 21,1%) ou Zions Bancorp (- 25.7%) ont clôturé en forte baisse même après que les régulateurs bancaires américains aient mis en place un nouveau programme de prêts d'urgence.**

Malgré son statut de banque régionale, First Republic n'en est pas moins la 14^{ième} institution financière des Etats-Unis et pèse plus de 212 Mds \$ d'actifs. Elle est considérée comme la plus fragile. Au niveau européen, les valeurs bancaires ont été aussi sanctionnées : Commerzbank (- 12,7%), Crédit Suisse (- 9,6%), BNP Paribas (- 6,8%) et Société Générale (- 6,2%) ou l'italienne Unicredit (- 8,5%).

Wall Street, violente correction des banques régionales



Source : Datastream, Base 100 : début de période

Les investisseurs, sur les marchés obligataires, ont fortement révisé à la baisse leurs projections de politique monétaire de la banque centrale américaine. Les taux à 2 ans américains sont tombés à 3,99% contre 4,58% vendredi. Sur trois jours, ils connaissent leur plus forte baisse depuis le fameux Lundi noir du 19 octobre 1987. Les investisseurs anticipent une baisse des taux directeurs de la banque centrale américaine avant la fin de l'année. Cette perspective et la brutale détente des taux obligataires ont bénéficié à certaines entreprises du secteur technologique. Apple (+ 1,3%), Microsoft (+ 2,1%) et Amazon (+ 1,9%) ont clôturé la séance d'hier en forte hausse.

Changement de cap monétaire ?

La banque centrale américaine peut-elle encore remonter ses taux directeurs lors de sa réunion prévue la semaine prochaine, malgré les remous dans le secteur bancaire américain ? Le risque d'instabilité financière est un élément qui peu plaider pour une plus grande prudence dans la hausse des taux directeurs. Mais, les investisseurs estiment que la remontée des taux directeurs (trop brutale ?) est en partie responsables des difficultés des banques régionales, et du recul de leurs marges d'intérêt. Les américains profitent des taux courts élevés pour transférer leurs dépôts vers les fonds monétaires. Les coûts des ressources des banques augmentent et certaines ont mal protégé leurs portefeuilles obligataires contre la hausse des taux, subissant des pertes financières.

Il paraît prématuré, toutefois, d'anticiper un changement total de la politique monétaire américaine :

1) **la lutte contre l'inflation et la crédibilité de la banque centrale dans son objectif d'inflation reste prioritaire.** La banque centrale d'Angleterre a montré qu'il est possible d'injecter des liquidités sur les marchés pour faire face à une crise de confiance et dans le même temps remonter les taux directeurs. Les chiffres d'inflation, aujourd'hui, seront donc déterminants. Rappelons les propos de **M. Waller, dans un discours en octobre dernier : « Je pense que nous disposons des outils nécessaires pour faire face à tout type d'inquiétude en termes de stabilité financière et que nous ne devrions pas utiliser la politique monétaire dans ce but. La priorité de la politique monétaire doit être de combattre l'inflation ».**

2) La réponse pourrait être plus réglementaire que liée à la politique monétaire. M. Powell a annoncé une « enquête rapide et complète » : « Les événements entourant la Silicon Valley Bank exigent une analyse approfondie, transparente et rapide par la Réserve fédérale ». **L'audit du Fed**

de SVB sera rendu public le 1^{er} mai prochain. « Nous devons faire preuve d'humilité et procéder à un examen minutieux et approfondi de la manière dont nous avons supervisé et réglementé cette entreprise, et de ce que nous devrions apprendre de cette expérience », a estimé le vice-président de l'institution chargé de la régulation bancaire, Michael Barr. La question sera de savoir si ces faillites bancaires sont liées à des prises de risques excessives des banques et à leur mauvaise gestion de leurs risques ou effectivement au durcissement rapide de la politique monétaire ? La réponse semble pencher, pour le moment, sur une mauvaise gestion des risques...

3) **La semaine prochaine, un *statu quo* enverrait un message négatif aux investisseurs, en confirmant une fragilité du secteur bancaire ne pouvant plus supporter de nouvelles hausses des taux directeurs.** La banque centrale devra plutôt mettre en avant la solidité de l'économie américaine, le faible niveau des défauts sur les crédits et une gestion rapide, avec des mesures d'apport de liquidité, aux banques commerciales américaines. Il n'en demeure pas moins que la probabilité d'une hausse des taux directeurs de 50 pb est plus faible. **La situation actuelle se traduit par un durcissement des conditions de crédit de la part d'établissements bancaires amenés à renforcer leurs réserves.**

Les autres informations autour de SVB :

Joe Biden se veut rassurant. Le président américain s'est exprimé, hier, pour calmer les inquiétudes : « Les Américains peuvent avoir confiance dans le fait que le système bancaire est solide ». « Vos dépôts seront disponibles quand vous en aurez besoin », a-t-il déclaré depuis la Maison-Blanche. Il a également promis que les contribuables américains ne seraient pas responsables des pertes d'une faillite bancaire, et a appelé le Congrès à « renforcer » la régulation du secteur. « Nous ne nous arrêterons pas là » et « nous ferons tout ce qui est nécessaire », a-t-il assuré après que les autorités américaines ont mis sous tutelle cet établissement proche des milieux technologiques et sont intervenues en toute hâte face à la faillite de deux plus petites banques.

Les ministres européens des Finances et le commissaire européen à l'économie ont minimisé le risque de contagion après l'effondrement de la banque américaine Silicon Valley Bank (SVB) malgré la chute de 5,7% du Stoxx banque. Le ministre français de l'Economie et des Finances, Bruno Le Maire, a appelé les marchés à « se calmer » avant la réunion des ministres des Finances de l'Eurogroupe à Bruxelles, et le commissaire européen à l'Économie Paolo Gentiloni a souligné qu'il ne voyait pas de risque de contagion sur les banques européennes : « Il y a une possibilité de contagion indirecte, mais pour le moment nous ne voyons pas cela comme un risque spécifique ». La banque allemande Commerzbank a été la plus touchée de l'indice, mais le ministre allemand des Finances, Christian Lindner, a déclaré à Bruxelles que l'effondrement de la SVB « ne changeait rien » pour l'Allemagne. « Les banques espagnoles disposent d'un cadre de surveillance renforcé et d'un bilan sain », a également tenu à rassurer Nadia Calvino, ministre espagnole de l'Économie. Plus nuancé, le ministre irlandais des Finances, Michael McGrath, a déclaré qu'il était encore trop « tôt » pour évaluer l'impact de l'effondrement.

La stabilité financière allemande n'est pas menacée par la faillite de la banque SVB aux Etats-Unis, a assuré le superviseur bancaire allemand Bafin, alors que les risques de contagion inquiètent les marchés. La Bafin a toutefois ordonné le gel des activités de la succursale allemande de SVB, basée à Francfort, en raison du « risque pesant sur l'exécution des obligations envers ses créanciers ». Cette succursale existe depuis 2018 sans offrir d'activité de dépôt. Le total de ses actifs s'élevait à un peu moins de 790 millions d'euros à la fin de l'année 2022, précise la Bafin.

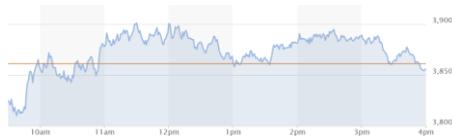
HSBC a annoncé avoir racheté pour une livre sterling la filiale britannique de la banque américaine Silicon Valley Bank, sauvant ainsi un établissement clé pour les start-ups technologiques britanniques.

La transaction prend effet immédiatement. « HSBC est la plus grande banque d'Europe et les clients de SVB UK doivent être rassurés par la force, la sécurité et la sûreté qu'elle leur apporte », a réagi le ministre britannique des Finances, Jeremy Hunt. « Nous étions confrontés à une situation où nous aurions pu voir certaines de nos entreprises les plus importantes - nos entreprises les plus stratégiques - anéanties, ce qui aurait été extrêmement dangereux ». De son côté, la Banque d'Angleterre a dit avoir organisé la reprise de SVB UK pour renforcer la confiance dans le système financier et minimiser les retombées pour les entreprises technologiques britanniques. « Aucune autre banque britannique n'est directement ou matériellement affectée par ces actions ou par la résolution de la banque mère américaine de SVBUK. Le système bancaire britannique dans son ensemble reste sûr, solide et bien capitalisé », a déclaré la Banque d'Angleterre après l'annonce de la reprise par HSBC. Au 10 mars, la Silicon Valley Bank UK Limited avait des prêts en circulation d'une valeur d'environ 5,5 Mds de livres et environ 6,7 Mds de livres déposés dans son établissement, selon HSBC.

Les régulateurs américains, la FDIC, envisagent de mettre en place une autre vente aux enchères de la Silicon Valley Bank, après avoir été incapables de trouver un acheteur au cours du week-end.

La FDIC estime disposer d'une flexibilité supplémentaire pour vendre la banque maintenant que les régulateurs ont déclaré que sa défaillance constituait une menace pour le système financier.

Indice S&P 500



(Source : Marketwatch)

Sur 5 jours



(Source : Marketwatch)

Etats-Unis

Le retour de la confiance aura été de courte durée. Si, dans un premier temps, les futurs américains ont réagi positivement aux annonces autorités américaines, rapidement, les investisseurs ont douté de l'état de santé des banques américaines et anticipé un risque de « contagion ». L'indice S&P 500 a ouvert en baisse, perdant 1,3% à 3 816. Mais, rapidement, les anticipations sur une politique monétaire moins agressive de la banque centrale, avec un recul violent des taux longs et à 2 ans, à redonner du « carburant » aux indices boursiers américains. Après une heure de cotation, l'indice américain redevient positif et retrouve même les 3 900 points. Ensuite, l'indice a fluctué entre 3 900 et 3 850, sans grande tendance. Une légère faiblesse sur les dernières minutes de cotation explique la clôture en légère baisse à 3 856 (- 6 points), en recul de 0,2%. L'indice Dow Jones perd 0,3% à 33 819 (- 91 points) mais le Nasdaq est en hausse de 0,5% à 11 188 (+ 50 points). Le VIX continu de progresser : + 6,9% à 26,5. L'indice S&P bancaire chute de 7%, sa plus forte baisse quotidienne depuis juin 2020. Le secteur défensif des *utilities* a été l'un des plus performants des 11 principaux secteurs de l'indice S&P 500, tandis que les valeurs sensibles aux taux d'intérêt tels que l'immobilier et les valeurs technologiques ont progressé. Le président Joe Biden a promis de faire tout ce qui était nécessaire pour répondre à la menace qui pèse sur le système bancaire. Powell va-t-il faire la même promesse si l'inflation reste forte ? C'est tout l'enjeu de la séance d'aujourd'hui !

Pfizer (+ 1,2%) et Seagen (+ 14,5%) ont annoncé la conclusion d'un accord de fusion définitif en vertu duquel Pfizer va faire l'acquisition de Seagen. Cette société de biotechnologie, qui découvre, développe et commercialise des médicaments anticancéreux, va être rachetée sur la base d'un prix de 229 \$ l'action en numéraire, soit une valeur d'entreprise totale de 43 Mds \$. Seagen prévoit de générer environ 2,2 Mds \$ de chiffre d'affaires en 2023, soit une croissance de 12% d'une année sur l'autre, grâce à ses quatre médicaments en

ligne, aux redevances et aux accords de collaboration et de licence. Pfizer estime que Seagen pourrait contribuer à hauteur de plus de 10 Mds \$ à horizon 2030, en apportant une croissance potentielle significative au-delà de 2030. La compagnie taïwanaise Eva Airways Corp a annoncé qu'elle achèterait cinq avions 787 de Boeing (+ 0,2%) d'une valeur de 1,78 Md \$ au prix catalogue. Eva Airways exploite actuellement 10 Boeing 787. L'autre grand transporteur taïwanais, China Airlines, a procédé à l'acquisition de 16 avions 787 en août dernier pour remplacer sa flotte vieillissante d'Airbus A330. Qualtrics (+ 6,8%), pionnier de la catégorie des logiciels de gestion de l'expérience (XM), a annoncé la conclusion d'un accord définitif en vue de son acquisition par Silver Lake, leader mondial de l'investissement technologique, en partenariat avec l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (CPP Investments). Dans le cadre de cette transaction entièrement en numéraire, Qualtrics est valorisé à environ 12,5 Mds \$. Ford (- 0,6%) a déclaré qu'il était en bonne voie pour reprendre la production de son camion électrique F-150 Lightning, pour lequel il avait rappelé 18 véhicules en raison d'un défaut de fabrication dans les cellules de la batterie. La société Roku (- 0,8%) a déclaré qu'il avait environ 487 millions \$, soit 26% de sa trésorerie et de ses équivalents de trésorerie, sous forme de dépôts auprès de SVB.

Après clôture des marchés, la presse indique que deux compagnies aériennes saoudiennes s'apprêtent à passer une commande d'environ 80 Boeing 787 Dreamliner, à laquelle s'ajouterait une option pour l'achat de quelque 40 appareils supplémentaires, ont indiqué des personnes proches du dossier. La nouvelle compagnie aérienne Riyadh Air, présentée dimanche par le royaume saoudien, et sa rivale Saudia pourraient acquérir chacune 39 exemplaires du gros porteur. L'action Boeing est en hausse de 0,1% en électronique ce matin.

Asie

Pas de répit sur les marchés asiatiques ce matin. L'indice Nikkei est encore en forte baisse, pénalisé aussi par la hausse du yen : - 2,4%. L'indice australien recule de 1,4% et le Kospi de 2,4%. Les indices chinois sont aussi dans le rouge : - 1,9% pour Hong Kong et - 0,6% pour Shanghai.

Change €/€



(Source : Marketwatch)

Taux 10 ans (US)



(Source : Marketwatch)

Taux 10 ans (Allemagne)



(Source : Marketwatch)

Changes et Taux

Les marchés obligataires américains enregistrent leur plus spectaculaire hausse depuis le lendemain du krach du 19 octobre 1987 : les taux à 2 ans ont effacé 110 pb passant de 5,09% à 3,99%, le 1 an perd 65 pb à 4,35%, le 6 mois 60 pb entre 5,21 et 4,61%. Le recul de 50 pb du lendemain des attentats du 11 septembre et les 100 pb en quelques séances de mi-mars 2020 sont surpassés alors que **la correction des indices boursiers reste limitée**. Mais, les investisseurs anticipent un basculement majeur de la politique monétaire américaine. Ils anticipent un scénario de « pivot » du Fed après la faille de SVB. Les investisseurs estiment que le système financier reste vulnérable dans un contexte de remontée des taux d'intérêt et de ralentissement de l'activité qui fragilise les emprunteurs. La banque centrale américaine ne peut plus « aller plus loin » dans le durcissement de sa politique monétaire. **Les marchés parient à plus de 52% contre 48% sur l'arrêt immédiat du cycle de hausse de taux par la FED (statu quo en mars contre + 50 pb anticipé jeudi dernier !)** : la lutte contre l'inflation serait tout simplement abandonnée... **Les anticipations en Europe basculent également avec 2 hausses de taux prévues qui sont effacées sur les deux dernières séances**. Après plus de 25 pb de baisse entre jeudi et vendredi, les OAT à 10 ans effacent 21 pb supplémentaires à 2,80% (après 2,70% au plus bas), les Bunds allemands se détendent de 23 pb à 2,26%

mais les BTP italiens reculent de « seulement » 15 pb à 4,17%. Outre-Manche, la volatilité est restée forte mais les taux anglais perdent 40 pb, de 3,64% à 3,248%, avant une tentative de stabilisation à – 25 pb, à 3,3930%.

Sur les changes, le dollar baisse face aux principales devises. A la clôture de Wall Street, le billet vert cédait 0,8% face à l'euro, à 1,0731 \$ pour un euro. Contrairement à ce qui s'était produit de nombreuses reprises l'an dernier, le billet vert n'a pas bénéficié de son statut de valeur refuge. En revanche, les devises considérées comme des valeurs refuges que sont le franc suisse et le yen. Le dollar perdait 1,2% à 133,43 yens et 1,0% à 0,9114 franc suisse. L'or, autre valeur refuge, gagnait 2,4% à 1 913,38 \$ l'once, au plus haut depuis début février.

Pétrole (WTI)



(Source : Marketwatch)

Pétrole

Les cours du pétrole ont fini en nette baisse, sur un marché redoutant de voir les turbulences qui frappent le secteur bancaire faire caler l'économie et contracter la demande mondiale de pétrole. Le prix du baril de Brent de la mer du Nord pour livraison en mai a abandonné 2,4%, pour clôturer à 80,77 \$. En séance, le Brent est descendu jusqu'à 78,34 \$, au plus bas depuis début janvier. Le WTI américain, avec échéance en avril, il a lâché 2,5%, à 74,80 \$. Le durcissement des conditions financières pèse sur les prix du brut. L'administration Biden a approuvé une version réduite du projet de forage pétrolier et gazier Willow de ConocoPhillips en Alaska, d'une valeur de 7 Mds \$, suscitant des applaudissements de la part des autorités de l'Alaska et de l'industrie pétrolière, mais des critiques de la part des défenseurs de l'environnement. La secrétaire à l'Intérieur a approuvé le projet avec trois plateformes de forage contre les cinq initialement prévues par ConocoPhillips. Le site pourrait produire, selon les estimations, jusqu'à 576 millions de barils sur environ 30 ans. Les groupes écologistes ont déclaré qu'ils contesteraient le projet devant les tribunaux.



en collaboration avec

Ce document est un extrait du Morning Economique d'Aurel BGC/Altair Economics et peut être considéré comme un avantage non-monnaire mineur. Il ne contient aucune recommandation d'analyste mais a pour but de résumer des informations publiques. Il est également disponible gratuitement et sans limitation sur le site internet d'Aurel BGC.

Disclaimer

Ce document d'information s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels et d'investisseurs qualifiés. Bien que les informations exposées dans ce document proviennent de sources considérées comme dignes de foi, Aurel-BGC et ses filiales n'en garantissent ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Les opinions et appréciations peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. Aurel-BGC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour les informations contenues dans ce document.

Les calculs et évaluations présentés ont pour but de servir de base à nos discussions. Vous vous engagez à effectuer de façon indépendante votre propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à vos besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et comptables. En outre, ce document ne peut être considérée comme une offre ou une sollicitation de souscription, d'achat, de vente ou de prêt de valeurs mobilières ou autres instruments financiers et n'a pas vocation à servir de base à un quelconque contrat. La responsabilité d'Aurel-BGC ne saurait être engagée, en cas d'erreur ou d'omission de la part de la Recherche crédit d'Aurel-BGC, ou en cas d'investissement inopportun de votre part. Aurel-BGC peut entretenir ou avoir entretenu des rapports avec les entreprises concernées par le présent document ou leur avoir fourni des services d'investissement. Occasionnellement, Aurel-BGC, ainsi que ses collaborateurs (autres que les auteurs de ce document) peuvent détenir des positions sur les instruments mentionnés dans le présent document. Aurel-BGC et ses filiales ou les personnes qui y sont associées peuvent avoir une position acheteuse ou vendeuse sur des valeurs mobilières ou autres instruments financiers auxquels il est fait référence ici. Aurel-BGC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour les informations contenues dans ce document.

Aurel-BGC dispose et gère des procédures de « barrières à l'information » pour prévenir et éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement. Ces procédures peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité des services d'investissement.

Ce document étant la propriété d'Aurel-BGC et/ou d'une de ses filiales, toute reproduction même partielle ou divulgation à des tiers est interdite sans l'autorisation préalable d'Aurel-BGC. Le présent document n'est pas destiné à une clientèle privée.

Ce document ne peut pas être diffusé en dehors de l'Union Européenne. Ce document ne peut être distribué dans cette forme à quiconque aux Etats-Unis. BGC Financial L.P., société de droit américain du groupe BGC Partners assure la distribution de la recherche d'Aurel BGC auprès des « major US institutional investors ».

Aurel BGC, filiale du groupe BGC Partners, est une entreprise d'investissement réglementée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, ainsi que par l'Autorité des Marchés Financiers.
Un avertissement complet sur les activités de recherche d'Aurel BGC se trouve sur www.aurel-bgc.com

Copyright © Aurel-BGC, 2023, Tous droits réservés.