



Cas Crédit Suisse : une crise de confiance ?

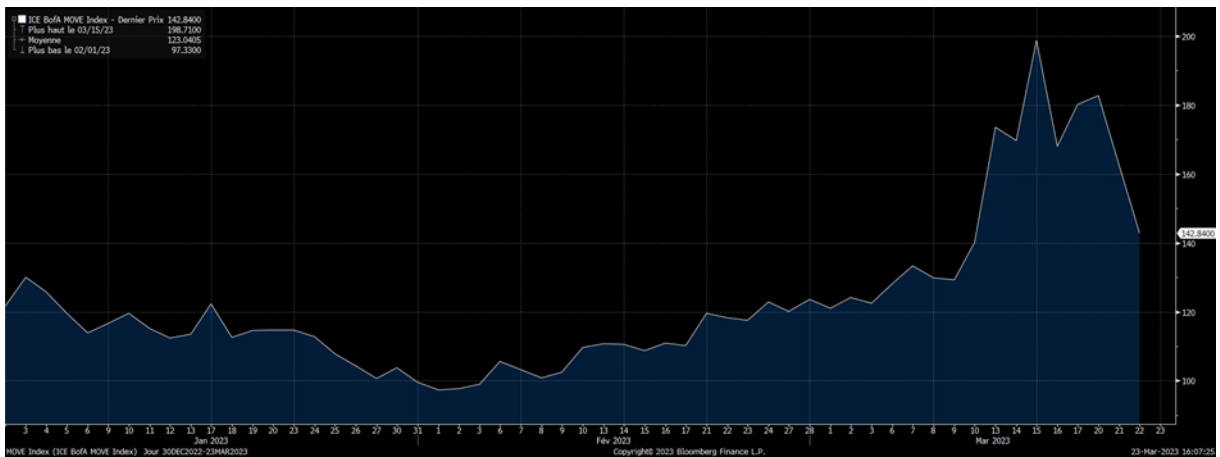
Suite aux derniers évènements concernant le Crédit Suisse et la hausse de l'aversion au risque sur les marchés, nous souhaitons vous apporter notre point de vue sur la situation et les impacts dans nos portefeuilles.

Revenons sur la chronologie des faits

Un des premiers facteurs du *risk-on* est venu de la chute de la Silicon Valley Bank (SVB) aux Etats-Unis : La remontée générale des taux d'intérêt aux Etats-Unis et la faible gestion des risques de la banque ont généré une perte d'environ 1.8 milliards de dollars pour la SVB. Pour y faire face, la banque a souhaité procéder à une augmentation de capital. Ces annonces ont déclenché un *bank run*, c'est-à-dire des retraits massifs de la part de ses clients que la banque n'a pas pu honorer. Les autorités américaines sont alors intervenues pour la fermer.

Cette situation a provoqué une remontée de la volatilité sur les marchés actions mais également sur les obligations

Indice Move, volatilité sur les obligations du Trésor, source Bloomberg mars 2023.



La prime de risque s'est appréciée sur toutes les classes d'actifs dans le monde tout comme le prix des options contre les défauts.

CDS, Credit Default Swap sur un indice Europe Crossover, source Bloomberg mars 2023



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas un indicateur fiable des performances dans le temps.

Une déclaration malheureuse...

Quelques jours après, le 15 mars, la Saudi National Bank (SNB), a déclaré par l'intermédiaire de son président ne pas souhaiter augmenter sa participation dans Crédit Suisse à plus de 10% pour des raisons réglementaires. Ces propos ont semé le doute sur la solidité de la banque helvète alors que contrairement à la SVB, les ratios bilantiels et de liquidité étaient sains : ratio Core Equity Tier 1 (CET1) de 14.1% ([détails ici](#)) soit quasiment +5 points au-dessus des exigences du régulateur, ratio de Liquidité (Liquidity Coverage Ratio) de 144% fin 2022...La banque faisait malgré tout face à des difficultés sur son modèle et sa rentabilité depuis quelques années, et était en pleine restructuration de ses activités (résultats en perte en 2021 et 2022, [détails ici](#)).

Il n'en fallait pas moins pour qu'une grande partie des clients de Crédit Suisse retire leur avoir générant un nouveau *bank run* cette fois-ci en Europe. Le prêt de 50 milliards de francs suisses (CHF) contracté par Crédit Suisse auprès de la banque centrale nationale (BNS) le lendemain et, la déclaration commune de la BNS et des autorités de marchés locales (FINMA) assurant sa stabilité ([détails ici](#)) n'ont pas réussi à stopper la crise de confiance ou du moins que pour quelques heures... (hausse de 40% de l'action Crédit Suisse le 16 mars au matin).

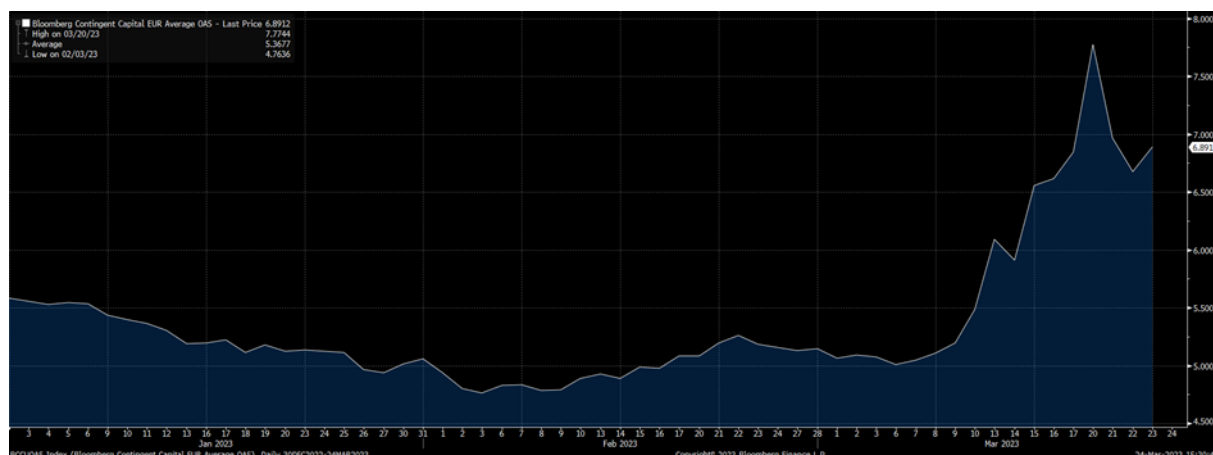
Un rachat bon marché ?

Le lundi 20 mars, le marché ouvrait en digérant les décisions du week-end : l'acquisition de Crédit Suisse par UBS pour un montant de 3 milliards de CHF en actions (1 action UBS pour 22.48 actions de Crédit Suisse) tout en bénéficiant de 100 milliards CHF de liquidités de la BNS et 9 milliards de CHF de garantis de pertes après 5 milliards CHF à la charge d'UBS. Rappelons que la tangible book value de Crédit Suisse était de plus de 42 milliards de CHF à fin 2022 ([détails ici](#)). Autres éléments d'importance : cette transaction exceptionnelle de par son ampleur et sa rapidité pour éviter l'insolvabilité de Crédit Suisse a été possible grâce à la modification de la loi durant le week-end. Ainsi elle a pu avoir lieu sans l'aval des actionnaires tout en **réduisant à 0 la valeur des obligations Additional Tier 1 (AT1 : obligations les plus risquées)** de Crédit Suisse. Ce qui pose ici question et a rajouté à la confusion de la situation, **c'est le rang de séniorité des créanciers qui est remis en cause**. Les actionnaires sont normalement les premiers à subir les pertes d'une telle situation suivie des porteurs d'obligations (AT1 en premier, rang junior). Ici, une action Crédit Suisse était valorisée à 0.76 CHF contre 0 pour les porteurs d'AT1. Cette dépréciation pourrait accroître les inquiétudes des investisseurs et avoir un impact sur l'évaluation des AT1 pour d'autres banques européennes.

Réévaluation de la prime de risque des AT1 versus actions ?

Ce même lundi, tout le marché des AT1 subissait un sell-off sans trop de discrimination (baisse entre 5% à 8% hors Crédit Suisse), les investisseurs estimant que le cas de Crédit Suisse (16 Mds d'€ de nominal sur un marché européen estimé à un peu plus de 200 Mds d'€) pouvait créer un précédent.

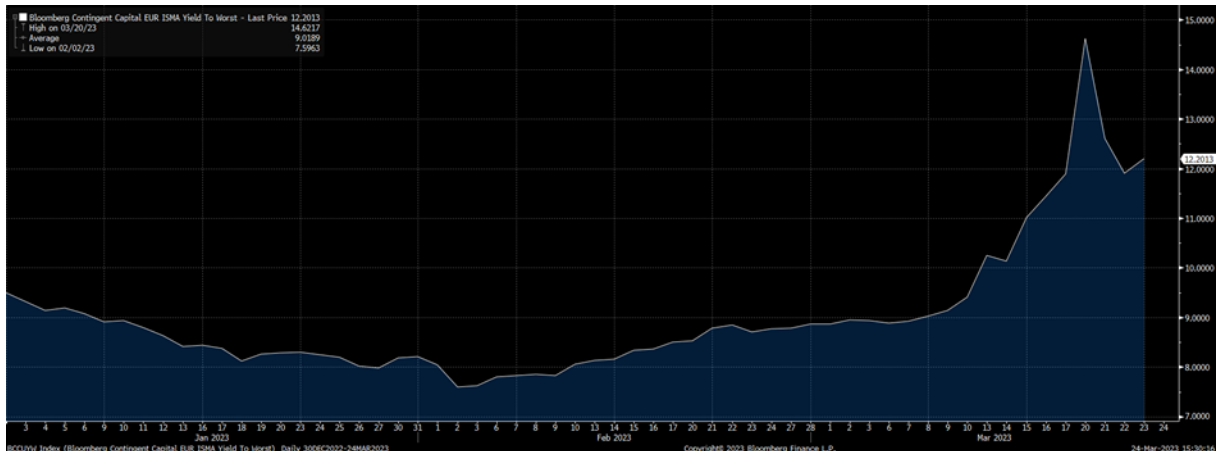
Indice de Spread : **689 points de base** d'écart de rendement au 23/03/2023



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas un indicateur fiable des performances dans le temps.



Yield to Worst : rendement des AT1 européennes > 12 %



Face à la dislocation d'un marché essentiel à la solidité et au financement du système bancaire, les autorités européennes ([détails ici](#)) et anglaises ([détails ici](#)) ont pris position pour confirmer que les règles du jeu n'ont pas changé : « [...] les instruments de fonds propres de base sont les premiers à absorber les pertes (NDLR : les actions), et ce n'est qu'une fois ceux-ci entièrement utilisés que les fonds propres additionnels de catégorie 1 devraient être dépréciés. » faisant de la Suisse un cas à part et permettant au marché de reprendre des couleurs (hausse de 5% à 7% des AT1 le 21 mars hors Crédit Suisse).

Nos positions

Vous trouverez ci-dessous l'exposition aux positions AT1 Crédit Suisse dans les fonds présents dans les mandats par profil et par support.

Fonds	Positions AT1 Crédit Suisse dans les fonds au 28/02/23	Profil Dynamique	Profil Equilibré	Profil Prudent ou Modéré
Lazard Capital Fi	Positions AT1 Crédit Suisse	7,0%	8,0%	9,7%
EdR Financial Fonds	Positions AT1 Crédit Suisse	6,9%	8,0%	9,5%
EdR Bond Allocation	Positions AT1 Crédit Suisse	7,0%	6,7%	10,9%
Perte sur le profil		-0,60%	-0,68%	-0,83%

Trois des fonds présents dans nos allocations détenaient des positions dont le fonds Lazard Capital Fi, le plus exposé.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas un indicateur fiable des performances dans le temps.

Notre stratégie sur la dette financière

Depuis maintenant plusieurs années, nous étions confiants sur cette classe d'actif rémunératrice mais non sans risque eu égard aux obligations séniors. Depuis la crise de 2008, les régulateurs ont renforcé les exigences sur les bilans des banques européennes et dernièrement la hausse des taux a permis à de nombreux établissements financiers d'améliorer leur rentabilité. La décision des autorités suisses de réduire à néant les positions d'AT1 avant les actionnaires aurait pu remettre en cause notre vision sur la classe d'actif. Les derniers communiqués des autorités européennes (cf. ci-dessus) militent pour une **conservation de nos positions**. D'autant plus que la prime de risque des AT1 des banques européennes reste à un niveau élevé (Yield to Worst à 12% cf. ci-dessus au 23 mars). **Dans l'ensemble, nous pensons que les investisseurs finiront par considérer qu'il s'agit d'un cas particulier « suisse » et que la confiance dans ces instruments ne sera pas affectée à long terme.**

Nous restons toutefois vigilants notamment vis-à-vis :

- des positions sur UBS (banque suisse avec une clientèle internationale même si la banque semble profiter de la situation en achetant Crédit Suisse à priori à bon compte) dans les fonds présents dans les portefeuilles,
- de la diversification des émetteurs et émissions dans les fonds que nous sélectionnons,
- du regain général de la volatilité et des primes de risque,
- à court/moyen terme de l'évolution de la situation économique, une faiblesse de l'activité pouvant diminuer les profits des établissements financiers.

Prochain podcast mi-avril sur la situation globale

Ce document à destination d'une clientèle professionnelle a été réalisé par Portzamparc Gestion, uniquement à titre d'information et ne constitue donc pas une incitation à investir, ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un document contractuel. Il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Portzamparc Gestion. Les opinions émises dans ce document reflètent un jugement au jour de sa rédaction et sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. Ces informations sont données sans garantie et ne peuvent être considérées comme exhaustives. Les données chiffrées utilisées par Portzamparc Gestion proviennent de sources qu'elle estime fiables. Toutefois, Portzamparc Gestion 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. Tout droit de traduction, d'adaptation et de reproduction partielle ou totale de ce document, par tout procédé, pour tous pays est interdit sans le consentement de Portzamparc Gestion.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas un indicateur fiable des performances dans le temps.