



Crise bancaire aux Etats-Unis. Rien n'est réglé...

Xavier Dupret

Avril 2023

20.030 signes

Le 10 mars 2023, la *Silicon Valley Bank* (SVB), la banque U.S des startups, fait faillite au terme d'une crise de confiance et d'un *bank run*, soit un mouvement de panique durant lequel les clients d'une institution bancaire retirent leurs dépôts. Au départ des ennuis de SVB, on retrouve la croissance des valeurs technologiques et l'important flux d'investissements dans ce secteur. C'est ainsi que les dépôts auprès de SVB sont passés de 102 à 189 milliards de dollars de 2020 à 2021. Ces liquidités ont été placées dans les actifs jugés les plus sûrs à l'époque, c'est-à-dire les bons du Trésor alors faiblement rémunérés. A cette époque, la Fed, dans la foulée de la crise Covid, portait à bout de bras les marchés financiers via ce le *quantitative easing* (QE).

Assouplissement

Celui-ci consiste, pour une banque centrale, à acheter sur les marchés des obligations publiques, ce qui a pour effet d'en faire baisser le taux d'intérêt et concomitamment, d'en augmenter la valeur d'échange. Pour comprendre ce point, il faut savoir qu'il existe une relation inversée entre le prix et le taux d'intérêt d'une obligation. Cela est intrinsèquement lié au fait qu'une obligation est un coupon de dette. Or, le taux d'intérêt d'un titre correspond à sa prime de risque. Si une forte demande existe pour des obligations, elles sont peu risquées.

Dès lors, leur prix augmente et le niveau général des taux baisse. En Europe, l'ampleur de l'assouplissement quantitatif de la BCE fut telle que pour certains Etats (dont la Belgique), elle s'est traduite par un taux négatif sur leurs dettes publiques à court terme.

A contrario, on comprend bien que si le QE s'arrête, les taux d'intérêt des obligations remontent et leurs prix baissent. Pour SVB qui a misé sur cette classe d'actifs, la fin du QE a représenté un véritable cauchemar puisque son portefeuille enregistrait des pertes importantes. Pour faire face à ces dépréciations massives, SVB a tenté de se recapitaliser. Echec total. La chose était prévisible en raison du coup de froid constaté, par ailleurs, dans la filière des NTIC. La suite est connue. SVB a été contrainte de revendre ses Bons du Trésor et son cours de bourse a plongé. Les clients de la banque, principalement des entreprises de la *Silicon Valley*, ont alors repris leurs billes.

Après SVB, ce fut au tour de Crédit Suisse de connaître des difficultés. Autant le cas de SVB permet de comprendre les effets de la fin du QE, autant celui de Crédit Suisse nous renseigne sur le poids de la finance de l'ombre (*shadow banking*). Le *shadow banking*, puisqu'il ne collecte pas l'épargne du public, correspond à un segment des activités du secteur financier non-régulé. Toutefois, il participe au financement de l'économie à travers la collecte de fonds. Son fonctionnement consiste, en effet, à lever des capitaux sur les marchés ou à emprunter auprès de banques classiques pour ensuite fournir des capitaux. Après la crise de 2007-2008, les banques ont été tenues de revoir à la hausse leurs fonds propres pour compenser leur prise de risque. Le secteur de la finance de l'ombre a alors pris du risque pour le système dans son ensemble. Dans le cas de Crédit Suisse, la liaison avec le *shadow banking* a eu pour vecteur Archegos Capital Management qui était un fonds d'investissement états-unien chargé de gérer la fortune de son fondateur (dans le jargon, on parle de *family office*) et disposait initialement de 10 milliards de dollars d'actifs mais détenait des positions pour 50 milliards. Un différentiel de 1 à 5 illustre évidemment une grosse prise de risque. A l'origine, Archegos travaillait sur les marchés avec un instrument particulier, en l'occurrence les *Total Return Swaps* (TRS).

Ces derniers consistent pour un investisseur (lire, spéculateur) à s'endetter à taux garanti pour se procurer des titres à revenus variables (typiquement, des actions). Il s'agit là d'un schéma classique de haute voltige financière puisque l'opération consiste à emprunter en faisant le pari d'une hausse du titre convoité afin de rembourser l'emprunt. Si le cours des actions achetées augmente, les bénéfices sont supérieurs aux intérêts à rembourser. Dans le cas contraire, l'investisseur ne parvient pas à honorer sa dette. C'est ce type d'actifs qui a été financé par le Crédit Suisse auprès d'Archegos qui, il y a deux ans, a réalisé de mauvaises anticipations des cours au point de tomber en faillite. Crédit Suisse a ainsi perdu 5,5 milliards de dollars¹.

Suite à la débâcle d'Archegos, le Crédit Suisse fut si fragilisé que la crise de confiance après la faillite de SVB lui a porté un coup fatal, ce d'autant que son principal actionnaire, la Saudi National Bank, avait exclu de recapitaliser. Or, Crédit Suisse est une banque systémique mondiale dont « la faillite désordonnée, en raison de sa taille, sa complexité et de son

¹ Wall Street Journal, Inside Credit Suisse's \$5.5 Billion Breakdown, 8 juin 2021.

interconnexion systémique, causerait des troubles importants au système financier dans son ensemble et à l'activité économique »². Il existe 30 banques de ce type, dont 8 dans la zone euro. Vu l'enjeu, on comprend que la Banque de Suisse se soit mobilisée pour éviter une embardée qui eût porté un gros coup de massue à l'économie mondiale.

C'est ainsi qu'UBS a pu racheter le Crédit Suisse à un prix de braderie (3 milliards de francs suisses). Le *deal* incluait également de généreuses garanties si des éléments dangereux étaient, d'aventure, découverts dans les livres de comptes. De son côté, pour rassurer les marchés, la Fed a fini par accorder, via l'extension d'une ligne habituelle de prêts à très court terme, 152 milliards de dollars aux banques US durant la semaine qui a suivi l'effondrement de SVB contre « à peine 5 milliards une semaine auparavant »³.

Implications macros

Pour prendre la pleine mesure de l'urgence, on mentionnera que le problème de dépréciation d'actifs auquel s'est heurté SVB se retrouve, en fait, dans les bilans de toutes les banques U.S. Ces derniers contenaient 620 milliards de dollars de pertes non-comptabilisées sur les portefeuilles obligataires fin 2022. Ce montant équivaut à 33% de leurs réserves en fonds propres. Certes, les autres banques sont, pour l'heure, moins en danger que SVB. Il n'en reste pas moins que le relèvement des taux a globalement fragilisé le système.

On peut lire de-ci de-là que ces pertes, puisque non-réalisées, sont purement théoriques et ne deviendraient un souci réel que si les banques vendaient ces actifs dépréciés⁴. L'ennui réside surtout dans le fait que les banques ont financé l'achat de ces obligations aujourd'hui dépréciées avec l'argent des déposants. Or, quand une banque détient une obligation, cette dernière se trouve à l'actif du bilan et en face, il faut qu'on retrouve le même montant dans les dépôts au passif. Si les obligations ne rapportent rien, les dépôts posés en vis-à-vis ne peuvent offrir un joli rendement. Or, les grandes banques US disposent de structures d'actifs plus diversifiées car elles occupent des départements de *trading* à plein temps pour profiter de toutes les opportunités du marché. Par conséquent, les clients des petits établissements les quittent pour migrer vers les grands.

C'est ainsi que les banques régionales US ont perdu 108 milliards de dollars de dépôts dans la semaine qui a suivi l'effondrement de SVB. Pendant ce temps, les dépôts dans les 25 plus grandes banques du pays ont augmenté de 120 milliards de dollars. Le danger pour les petites banques consiste à alors se retrouver avec des actifs non-financés par leurs passifs. Cet état de choses est susceptible de provoquer un déséquilibre structurel pour cette catégorie d'établissements.

Pour préserver l'équilibre de leurs structures bilantaires, les petites banques, si, du moins, ce mouvement d'exode continue, seront contraintes de vendre les obligations dépréciées et d'actualiser leurs pertes. Si une telle hypothèse se concrétise, ces banques subiront de lourdes

² Conseil de stabilité financière, Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions, 2011.

³ Capital, édition mise en ligne du 17 mars 2023. Url: shorturl.at/bmBEL

⁴ Par exemple L'Echo, Le bilan des banques : une grande boîte de Pandore, édition mise en ligne le 18 mars 2023.

perdes. Evidemment, leurs cours de bourse vont s'effondrer comme dans le cas de SBV. La Fed a réussi à éviter que ce scénario se concrétise en plaçant les banques régionales U.S sous perfusion. Au cours des trois premières semaines de mars, le bilan de la Fed a augmenté de 394 milliards de dollars. En revanche, du 22 au 29 mars, une légère diminution de 28 milliards était cependant observée⁵. Le soutien de la Fed ne sera pas donc pas éternel.

Certes, à cette époque, les dépôts dans les petites banques avaient tendance à se stabiliser mais c'était au tour des grands établissements US d'enregistrer une diminution des dépôts de 97 milliards de dollars. Au total, le montant des dépôts bancaires, y compris ceux enregistrés auprès des banques étrangères, avait diminué de 132 milliards de dollars pour atteindre 17.190 milliards de dollars au début du mois d'avril⁶.

Il est vrai que les clients des banques américaines n'ont jusqu'à présent pas observé de corrélation significative entre le relèvement des taux et la rémunération de leurs dépôts, même en ouvrant un compte chez les *majors* du secteur. Une partie des dépôts a donc été convertie en titres moins liquides, spécialement les obligations dont les taux augmentent⁷.

De surcroît, les dépréciations des portefeuilles obligent les banques à diminuer le volume de leurs échanges puisque les obligations ne peuvent plus être vendues qu'à perte sur les marchés. Tous les éléments sont donc réunis pour une contraction du crédit, faute de liquidités en circulation. Au cours du mois de mars, le volume des prêts aux USA a diminué de 18,3 points, principalement en raison d'une forte baisse des prêts à la consommation (-33,4 points) et à l'immobilier, tant résidentiel (-24,3 points) que commercial (-20,9 points). Les prêts commerciaux et industriels étaient également orientés à la baisse (-14,9 points)⁸.

Perspectives

Si cette tendance perdure, les États-Unis n'échapperont pas à une récession. On peut toujours relativiser la portée de cette crise en affirmant qu'elle ne concerne pas des établissements systémiques. Ce serait une grave erreur puisque les petites banques sont les grandes pourvoyeuses de prêt à l'immobilier commercial et résidentiel. Les banques US disposant de moins de 250 milliards de dollars d'actifs représentaient collectivement, l'an passé, 80% des prêts immobiliers commerciaux, 60% des prêts immobiliers résidentiels ainsi que la moitié des prêts commerciaux et industriels⁹.

Un signe tangible de la menace récessive aux États-Unis peut être repéré en comparant les taux de court et de long terme. L'écart entre les Bons du Trésor à 10 ans et à ceux à 3 mois s'élevait à -1,61point de pourcentage (p.p) le 6 avril. La politique restrictive a poussé la courbe des taux du Trésor américain à son niveau d'inversion le plus profond depuis 1982. Cette donnée laisse entrevoir la survenance d'une récession car normalement, les marchés prêtent toujours avec un taux plus élevé à long terme, vu que le risque est plus important sur

⁵ Saint Louis Fed, Total assets, 5 avril 2023. Url : <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>

⁶ Ibid.

⁷ Itamar Drechsler, Alexi Savov, Philipp Schnabl, « The Deposits Channel of Monetary Policy » in *The Quarterly Journal of Economics*, vol.132, Issue 4, November 2017, p.1834.

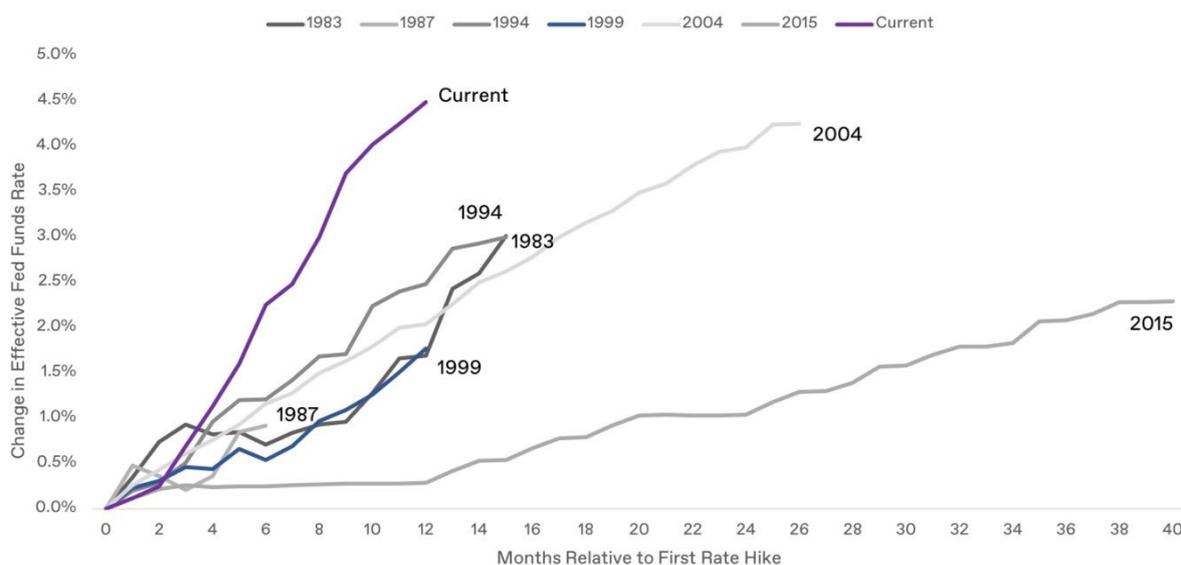
⁸ Federal Reserve, Bank of Dallas, Banking Conditions Survey, March 2023, Url: shorturl.at/iwDTY.

⁹ Financial Times, Small banks, big reach, 20 mars 2023.

10 ans, par exemple, que sur 3 mois. Si l'inverse se produit, c'est qu'un danger immédiat est anticipé.

A l'heure où ces lignes étaient écrites (début avril 2023), on peut, en tout état de cause, considérer la survenance d'une récession comme une hypothèse sérieuse. On observe, en effet, que pour la première fois depuis février 2012, le prix médian des maisons vendues aux États-Unis a baissé de 12,3 % par rapport au plus-haut de juin 2022¹⁰.

Le mouvement de relèvement des taux aux États-Unis est particulièrement rude. C'est ce qu'indique le graphique qui suit.



Source: Chamath Palihapitiya (Social capital), 2022 Annual Letter, 4 avril 2023.

Url: <https://chamath.substack.com/p/2022-annual-letter>. Date de consultation: 10 avril 2023.

Sur l'abscisse (soit l'axe horizontal), on retrouve le nombre de mois qui suivent la première décision de remontée des taux tandis que l'ordonnée (l'axe vertical) nous renseigne sur le taux d'intérêt effectif. Ce dernier représente le taux capitalisé sur un an équivalent au taux d'intérêt nominal de court terme. C'est donc ce que rapporterait ce taux s'il devait s'établir sur une année. Ce taux effectif concerne les *Fed Funds*, soit le taux d'intérêt auquel les banques se prêtent des capitaux entre elles au jour le jour. Ce taux directeur à court terme est déterminé par la politique de la Fed.

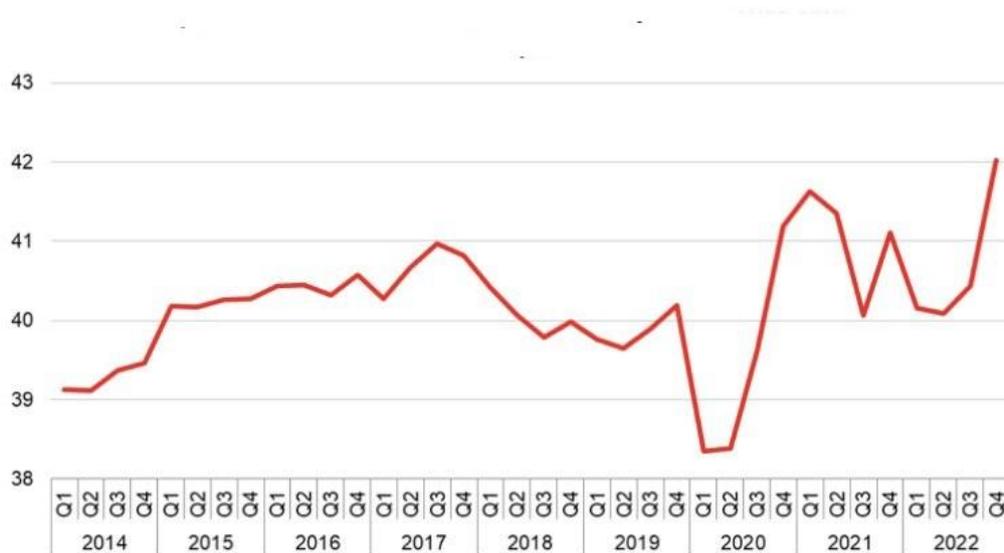
On voit bien que la remontée des taux est sans équivalent depuis 1983. En à peine un an, les *Fed Funds* ont atteint un taux effectif de 5%. Il s'agit là d'une augmentation parmi les plus agressives de l'histoire monétaire aux États-Unis. Ce mouvement risque de poser de lourds problèmes sur les marchés. Pour comprendre ce point, il nous faut nous intéresser à nouveau au *shadow banking*. Celui-ci est redevenu important avec le temps. Il culminait à 62.000 milliards de dollars dans le monde en 2007 puis est tombé à 59.000 milliards de dollars pendant la crise de 2008 pour rebondir à 92.000 milliards de dollars à la fin de 2015 (soit

¹⁰ Wall Street Journal, Home Prices Fell in February for First Time in 11 Years, 21 mars 2023.

80.480 milliards de dollars en valeur de 2007)¹¹. D'ailleurs, on retrouve, comme durant la crise des subprimes, le secteur de la finance de l'ombre dans la transformation sur les marchés du crédit hypothécaire en obligations. Les observateurs les plus optimistes font valoir que le niveau de liquidités que les grandes banques doivent détenir pour sécuriser leurs créanciers est plus important qu'en 2008. On objectera cependant que le *business model* des structures de *shadow banking* repose encore et toujours sur un fort endettement à court terme, état de choses que l'actuel mouvement de remontée des taux vient percuter frontalement. Il pourrait en résulter toute une série de nouvelles faillites de type Archegos à l'avenir.

Même en avalisant les postulats très optimistes misant sur le fait que les coussins de liquidités des grands établissements suffiront à éviter des chocs systémiques, d'une part, et que l'entrée en crise d'acteurs de la finance de l'ombre ne se traduira pas, d'autre part, comme en 2008 par la dépréciation en même temps « d'une catégorie identique d'actifs toxiques que l'on retrouve en même temps dans toutes les banques »¹², on est bien forcé de constater que le segment des banques régionales U.S n'a rien d'anecdotique. Une crise du crédit et de la liquidité affectant un acteur de cette taille ne pourra qu'avoir des répercussions profondes et de longue durée sur la croissance aux Etats-Unis et partant, dans le monde.

On perçoit mieux au passage la terrible contradiction qui enserre, pour l'heure, les banques centrales. Ou bien elles augmentent leurs taux pour combattre l'inflation mais elles risquent de faire capoter la croissance et la stabilité financière, ou bien elles les laissent en l'état au risque d'attiser l'inflation. On observera cependant que cette poussée inflationniste n'est sans doute pas fondamentalement explicable par des variables monétaires. Pour s'en convaincre, on regardera avec attention le graphique qui va suivre. Il retrace l'évolution du taux de profit des entreprises non-financières de la zone euro depuis 9 ans.



Source : Eurostat, avril 2023.

¹¹ Laura E. Kodres, "Shadow Banks: Out of the Eyes of Regulators," Finance and Development, mai 2018, shorturl.at/mnUY7.

¹² Interview de Bruno Colmant dans Le Vif, « Banques: pourquoi il est peu probable qu'on revive la crise de 2008 », 29 mars 2023.

On voit bien que les taux de profit, après avoir connu un creux important au début de l'année 2020 en se situant légèrement au-dessus de 38%, sont aujourd'hui au niveau de 42%, soit un plus-haut depuis une décennie. On expliquera cette situation en mobilisant le concept marxien d'anarchie de la production. Cette dernière découle du fait que les critères de gestion du patronat sont focalisés sur le taux de profit à court terme et se manifeste par un déficit de coordination entre producteurs. La cause principale de la remontée de l'inflation a été la hausse des prix de l'énergie. Dans la zone euro, l'inflation énergétique était de 44,4 % en mars 2022¹³. Face à ce choc exogène impliquant une forte dégradation des prix relatifs, chaque producteur, qui est un coût pour un autre, a relevé ses prix sans prêter attention au déséquilibre général engendré par ce type de stratégie.

Dans une optique néoclassique, l'inflation, puisqu'elle se caractérise par une propriété de dépréciation de la valeur relative du capital, incite, dans une optique de concurrence libre et non-fauscée, les producteurs à se débrouiller pour compenser l'augmentation de leurs coûts opérationnels. Le rôle des banques centrales consiste alors à relever le loyer de l'argent pour protéger le cours de la devise nationale. Les agents les moins aptes à la survie, par exemple, s'ils sont très endettés, disparaîtront. C'est la dure loi du marché.

En attendant, 1.500 milliards de dollars de dettes relatives à l'immobilier commercial arriveront à échéance au cours des trois prochaines années aux Etats-Unis¹⁴. La majeure partie de cette dette a été contractée alors que les taux d'intérêt de base étaient proches de...0%. Cette dette devra donc être refinancée dans un environnement où les taux sont plus élevés et sur un marché faisant circuler moins de liquidités. Il en résultera une pression à la baisse sur la croissance sans pour autant pouvoir maîtriser l'inflation. Cette dernière restera, en effet, plus importante qu'auparavant notamment à cause d'un sous-investissement chronique dans le secteur énergétique résultant de la priorisation excessive de la rémunération des actionnaires sur le développement de l'outil.

Certes, les banques centrales ne sont pas obligées de suivre cette voie. Elles pourraient, par exemple, pointer le rôle des entreprises dans l'auto-entretien de l'inflation et proposer des réformes visant à encadrer les prix ou, ce qui revient au même, taxer les surprofits. Mais pour que cela se produise, un contrôle populaire combattif doit s'exercer sur l'appareil d'Etat afin de faire valoir un projet alternatif d'hégémonie de classe. C'est là l'enjeu majeur caché au cœur de la contradiction sur laquelle butent en ce moment les banques centrales. Dans le milieu alternatif belge institutionnalisé, très empreint d'unanimisme centriste, cette approche paraîtra sans nul doute terriblement « populiste » mais elle s'avère, en fin de compte, moins illusoire que celle consistant à vouloir, en somme, expliquer les dangers de la conjoncture à messieurs Buffett et Musk puisque chacun d'entre eux a déjà l'idée d'éventuellement avaler l'autre si c'est là une condition de survie individuelle.

¹³ F. De Sloover, J. Jonckheere and A. Stevens, The return of inflation : what are its causes and will it persist ? A view from the euro area and the United States, Economic Review 2022, Banque nationale de Belgique, mai 2022.

¹⁴ Financial Post, Posthaste: Why small banks and commercial real estate could be on the brink of a 'doom loop', 27 mars 2023.

Tel est, en effet, le pacte auquel souscrit tacitement tout producteur capitaliste en tant qu'il tire précisément son pouvoir social d'une adhésion sans faille à la cruelle discipline de la concurrence. Ainsi va la marche du Capital et sa concentration depuis la fin du XVIII^{ème} siècle.