



TYLER MORDY

CEO & CIO

Forstrong Global Asset Management Inc.

Points clés à retenir

- La faillite de la SVB souligne les périls de périodes prolongées d'argent à bon marché.
- Et pourtant, la crise actuelle n'est pas une répétition de celle de 2008, laquelle était le résultat de pratiques de prêt irresponsables, d'une expansion du crédit répandue et de crises de l'immobilier à l'échelle du pays.
- Les paniques bancaires présentent toujours des occasions d'achat. Les classes d'actifs gagnantes se trouveront dans les régions où les conditions financières ont été beaucoup plus limitées au cours de la dernière décennie : la zone européenne, le Japon et plusieurs pays des marchés émergents.

Demandez à Forstrong : Quelles conséquences auront la faillite de la Silicon Valley Bank et la déroute d'autres banques sur la stratégie d'investissement de Forstrong?

Comme le dit le proverbe : « L'art imite la vie ». Mais comme l'a déjà remarqué Oscar Wilde, il arrive parfois que l'inverse se produise. Commet c'est le cas dans le film *Tout, partout, tout à la fois* (*Everything Everywhere All At Once*), une histoire dans laquelle une propriétaire de buanderie découvre qu'elle a d'innombrables autres vies dans un nombre infini d'univers parallèles. Le film a été nommé un « tourbillon d'anarchie des genres », tirant des éléments des films fantastiques, d'animation, de science-fiction, de comédie noire — et parce que nous sommes en 2023 — d'arts martiaux (pourquoi pas!).

Les lecteurs de longue date de *Demandez à Forstrong*, une publication d'investissement qui donne régulièrement dans la métaphore (et qui les utilise bien au-delà de leur point de rupture), sauront peut-être où nous voulons en venir. Les comparaisons entre *Tout, partout, tout à la fois* et les marchés d'aujourd'hui sautent aux yeux. Le monde, maintenant inondé de nouvelles réalités, commence à ressembler étrangement au film — existant dans un royaume de rêves lucides, dans des espaces liminaux et les recoins les plus saugrenus de l'imagination.

Revenons un instant sur les quelques années passées. Les investisseurs ont été lancés sur des

montages russes offrant une scène différente ou même une autre époque à chaque courbe et chaque descente. Nous sommes d'abord revenus en 1918 (la Grippe espagnole!), puis aux années 1970 (le choc de l'inflation!) et nous voilà apparemment en 2008 (Crise financière mondiale!) ou même en 1907 (JP Morgan renfloue les banques!).

Le tout étant étayé de paradoxes en raison des messages contradictoires provenant des marchés. L'inflation est élevée, mais ne tombe pas. La courbe de rendement n'a pas été aussi profondément inversée depuis 1981, mais la récession ne se montre toujours pas le bout du nez. Les prix des marchandises ont fait l'aller-retour, retournant aux niveaux précédant l'invasion de l'Ukraine par Poutine. Même le bras de fer continu entre les États-Unis et la Chine contredit le nombre record d'échanges

commerciaux entre les deux nations.

Dans ces conditions chaotiques, les investisseurs sont maintenant invités à retourner dans tous les sens leur théorie actuelle et à élaborer une nouvelle stratégie cohérente. Les marchés sont simples, n'est-ce pas?

Il n'est pas surprenant que notre boîte de réception a été inondée de questions au cours de la semaine dernière. Toutefois, un sujet a accaparé les esprits beaucoup plus que tous les autres sujets : les problèmes du secteur bancaire mondial. De notre côté, nous avons également parlé à nos contacts de Silicon Valley, discuté des perspectives avec d'anciens décideurs politiques et experts bancaires, [enregistré des balados](#) et, bien sûr, parlé à nos clients (nous avons les plus intelligents). Vous trouverez ci-dessous les réponses aux questions les plus courantes.

Question 1 : Quelle est la cause de la faillite de la Silicon Valley Bank (SVB)?

La plupart des gens ont répondu à cette question par une réponse simple : SVB a lourdement misé sur les obligations à long terme — ce que les banques prudentes n'auraient pas fait — et a raté son pari. Il s'agit d'une réponse acceptable, mais qui laisse entendre que la faillite de la SVB a été le résultat d'une simple transaction malencontreuse. Cette réponse échoue également à mettre en exergue un nombre de liens causals qui tirent leurs racines de la dernière décennie au minimum.

Par où commencer? Peut-être par le modèle d'affaires bancaire élémentaire. Le bilan d'une banque est à l'image exacte de ses clients. Les prêts et valeurs mobilières sont ses actifs alors que les dépôts sont son passif. Mais la SVB a été doublement sensible aux taux d'intérêt plus élevés : non seulement du côté de l'actif (où elle a échoué à couvrir le risque lié à la durée sur ses obligations à long terme), mais aussi du côté du passif.

En 2021, les jeunes entreprises technologiques, ayant déjà un rendement exceptionnel depuis dix ans et maintenant amplifié par la pandémie, connaissent une réussite fulgurante. La SVB comptait un flot de dépôts provenant d'événements de liquidité (par des PAPE, des offres secondaires, des SAVS ou autres activités de financement). Le marché continuait d'alimenter allègrement les clients de la SVB et cette dernière continuait à déposer l'argent reçu. Tout allait pour le mieux.

Parlons maintenant du modèle d'affaires des jeunes entreprises technologiques. Au cas où vous auriez raté le spectacle de la dernière décennie, il s'agit d'une industrie ayant une vision radicale de l'humanité. Les entreprises qui en font partie ne vendent pas de simples gadgets logiciels, mais des chaînes de blocs, des cryptomonnaies, des voyages dans l'espace, des taxis volants, etc. Ces entreprises disent ouvertement aux investisseurs qu'ils perdront de l'argent maintenant, mais leur promettent d'énormes profits à l'avenir.

Tout va bien lorsque le coût de l'argent est faible et que l'argent liquide continue d'entrer par la porte principale. Mais que se passe-t-il lorsque les taux d'intérêt grimpent, surtout aussi rapidement que l'an dernier? Soudainement, les investisseurs se réveillent et veulent des choses « désuètes » comme des flux de trésorerie réguliers et des profits dans l'immédiat (et non pas des cryptomonnaies basées sur des titres sous-performants). Le flot d'argent qui coule dans le secteur de la technologie s'arrête.

Les dépôts cessent également, mais... Ces compagnies ont toujours besoin d'argent pour payer le loyer et les salaires.

Le système bancaire a toujours été un jeu de confiance. Que se passe-t-il lorsque celle-ci disparaît? L'histoire regorge de paniques bancaires pour la simple raison qu'aucune banque ne peut survivre si tous les déposants retirent leur argent en même temps. Pour la SVB, cela a été problématique. Non seulement les jeunes entreprises technologies souffraient, mais tous leurs déposants provenaient du même secteur (et même des sept principaux clavardages de groupe selon l'un de nos quatre contacts). Ils étaient également non assurés, sensibles aux taux d'intérêt et brûlaient de l'argent. Tout un risque de concentration! Les clients de la SBV ont alors perdu confiance en leur banque préférée et ont retiré tout leur argent d'un coup.

La leçon tirée de cet épisode a deux volets. Tout d'abord, les années de faible inflation et de faibles taux d'intérêt ont porté de nombreuses personnes à croire qu'il s'agissait de caractéristiques permanentes des marchés financiers. Les gens ont oublié de se poser d'importantes questions, par exemple : comment souffrirait l'industrie de la technologie si le monde changeait?

Deuxièmement, à un certain point dans tout cycle de resserrement des taux d'intérêt, quelque chose va se rompre. Comme le dit le vieux dicton : « Lorsque la Réserve fédérale serre

brusquement les freins, quelqu'un est éjecté par le pare-brise ». Il n'est pas toujours facile de déterminer immédiatement quels étaient les passagers qui ne portaient pas leur ceinture de sécurité. Mais il s'agit toujours des éléments de l'économie et des marchés financiers qui connaissent le plus d'excès. Il était difficile de trouver un secteur plus excessif que celui de

la technologie. Silicon Valley a pris une cuite magistrale avec une abondance de capital à bon marché et d'avidité spéculative. Arrive maintenant le lendemain de veille. (Pour en savoir plus à ce sujet, consultez [Super Trend 3: Silicon Valley's Hangover](#), tiré de nos prévisions annuelles pour 2023).

Question 2 : Y aura-t-il plus de contagion? Connaîtrons-nous de nouveau que nous avons vécu en 2008?

Lorsque les chocs financiers frappent le système, la réaction brutale du marché est d'exagérer les parallèles avec ce qui vient le plus facilement à l'esprit. Dans ce cas-ci, nous avons tous eu des souvenirs de 2008 (pas vrai?). Puis, à la longue, les marchés commencent à faire la différence entre ces analogies et la situation actuelle. C'est le processus dans lequel nous nous trouvons en ce moment.

Il ne fait aucun doute qu'il y aura contagion. Lorsque les choses se rompent, les gens prennent peur. Cette peur cherche alors un hôte. SVB a fait faillite, la peur a surgi et Credit Suisse est maintenant la prochaine cible. Pourquoi une banque suisse? Parce que l'an dernier, Credit Suisse a connu de nombreux scandales, une unité bancaire d'investissement chancelante, des actifs en déclin sous la direction actuelle et une chute épique de 37 pour cent de ses dépôts au quatrième trimestre (à lui seul) de 2022. Les plus vulnérables sont ciblés en premier. Y aura-t-il plus de victimes? Certainement.

Mais il ne s'agit pas d'une répétition de la crise de 2008, laquelle était le résultat de pratiques de prêt irresponsables à l'échelle du secteur bancaire de 2003 à 2007, d'une expansion du crédit répandue et, au bout du compte, de crises de l'immobilier à l'échelle du pays. La faiblesse à large portée des banques a duré pendant des années. C'est la définition même d'un problème systémique. Par contraste, la SVB était très concentrée dans un seul secteur à risque ou très mal gérée. D'autres victimes seront probablement du même type.

L'autre différence majeure entre 2008 et la situation actuelle est la réponse politique. La plupart des décideurs politiques d'aujourd'hui ont été marqués par 2008, comme une espèce de TSPT post-Crise financière mondiale. Cela explique bien la raison pour laquelle les autorités de réglementation américaines ont agi avec tant de force la fin de semaine dernière, le Trésor ordonnant à la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) d'assurer tous

les dépôts bancaires aux États-Unis (y compris les dépôts non assurés) et la Réserve fédérale fournissant des liquidités de secours par le biais de son nouveau Bank Term Funding Program (Programme de financement bancaire à terme). S'agissait-il là d'une mesure politique exagérée? Peut-être, mais ce type de mesure prolonge une longue tendance. Depuis la Crise financière mondiale de 2008 et de manière progressive, la réponse politique a toujours été de socialiser les coûts. À chaque nouvelle crise, la solution semble toujours être la même : un arrière-plan gouvernemental, plus de renflouements et plus de dépréciation monétaire.

Cela était vrai concernant la crise de la dette souveraine de l'UE et cela a été particulièrement vrai pendant la pandémie. L'appétit politique pour endurer tout ennui financier n'existe plus. Dans quelle situation se retrouvent alors les investisseurs? Cela élimine les risques déflationnistes d'une variation de cours se situant dans la queue de la distribution et détourne l'éventail de résultats potentiels vers une inflation plus élevée et des prix des actifs plus hauts. C'est là l'un des grands thèmes des années 2020 : la soi-disant « option de remboursement gouvernementale » reste fermement en place.

Question 3 : Bon, nous ne revivons pas 2008, mais les taux d'intérêt plus élevés « briseront-ils » autre chose?

Il reste à savoir exactement où se manifestera le prochain problème causé par le cycle de resserrement de la Réserve fédérale le plus rapide d'une génération. Mais des signes de stress croissant sont déjà présents. Le secteur de l'immobilier commercial est l'un d'entre eux avec des dettes de bureaux de plusieurs milliards arrivant à échéance cette année et les banques hésitant à refinancer des immeubles dont la valeur est en chute libre. Le marché des prêts privilégiés à emprunteur hors catégorie en est un autre, où les sociétés de financement par capitaux propres ont stratifié les compagnies, de nombreuses faisant partie du secteur de l'immobilier résidentiel ou de l'espace des jeunes entreprises, avec des montagnes de dettes. En effet, les actifs privés de toutes

sortes, déchargés à court terme par des choses déplaisantes comme la transparence et le processus de détermination des prix, feront face à des réductions majeures en 2023.

Qu'ont tous ces actifs en commun? L'excès financier et un degré d'endettement en hausse. C'est pourquoi notre équipe d'investissement les évite depuis plus de dix ans. Tous ont entraîné des prix de l'option toujours plus hauts à mesure que les taux ont décliné régulièrement dans les années 2010. Cela comprend les actions de sociétés de technologie, de sociétés en croissance et le vaste éventail d'investissements sensibles aux taux d'intérêt qui sont montés en flèche sur les ailes des politiques de taux d'intérêt nul.

Attendez-vous à ce que tout soit inversé. Les classes d'investissement qui se sont démenées contre une faible demande chronique et un pouvoir d'établissement des prix désastreux au cours de la dernière décennie sont maintenant en voie de connaître un surrendement sur plusieurs années dans un contexte d'inflation plus élevée. Cela comprend les actions des

marchés émergents choisis d'exportation de ressources, des secteurs mondiaux ayant un pouvoir de fixation des prix (sociétés industrielles, soins de santé et de nombreuses banques) de même que les actions dépréciées internationales qui se négocient à des multiples de bénéfices beaucoup plus faibles et des taux de rendement beaucoup plus élevés.

Question 4 : Les faillites des banques changent-elles le point de vue de l'équipe d'investissement sur les probabilités de récession?

Depuis que les craintes de récession ont surgi au milieu de l'an dernier, nous avons repoussé le consensus concernant une récession imminente de l'économie mondiale. Les participants du marché sous-estimaient l'essor économique résultant des trains de mesures budgétaires de plusieurs milliards de dollars pendant la pandémie.

Ce point de vue s'est avéré exact. Cependant, nous actualisons également nos prévisions lorsque des données probantes suggèrent que nous devrions les réviser. Le nouveau point de donnée en ce moment est que les crises financières, comme celle que nous connaissons, créent la destruction de la demande. Les banques réduisent la disponibilité du crédit, les consommateurs cessent de faire des achats majeurs et les entreprises remettent les dépenses importantes.

Tous ces facteurs suffisent-ils à faire basculer l'économie mondiale dans une récession en 2023? Peut-être. Mais le mot récession est un terme générique. Une récession prend plusieurs formes. Elle peut être un léger déclin qui dure pendant quelques trimestres ou une contraction soutenue. Si une récession survient, nous croyons fermement qu'elle sera faible en raison du manque de déséquilibres économiques et financiers majeurs. En effet, la plupart des déséquilibres ont été largement réglés dans la période qui a suivi la crise de 2008.

Autrement dit, nous nous attendons à une « récession des états de résultats » dans laquelle les dépenses et profits refroidissent face à une politique de resserrement, plutôt qu'une « récession de bilan » comme celle que nous avons connue dans les années 2010 qui s'est traduite par une période prolongée de réduction de la dette, le nettoyage des excès antérieurs et la restauration du système financier.

Question 5 : Ces conditions auront-elles une incidence sur la voie de la politique monétaire en 2023?

Chaque banque centrale est parfaitement consciente que la contrainte bancaire resserre les conditions de crédit et produit un fort effet de levier pour la politique monétaire. Cela signifie que la récente crise précipitera la fin des cycles de resserrement de la banque centrale, du moins pour le moment. Nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale relève son taux directeur de 25 points de base cette semaine à titre de mesure finale de son mandat de lutte contre l'inflation. De là, elle insérera sans doute dans ses communications un langage portant sur la baisse des prix des marchandises, le resserrement du crédit bancaire et les effets importants de base. Cela les mettra en pause pour un moment.

Mais ne vous méprenez pas, la longue lutte contre l'inflation est loin d'être terminée. Nous avons beaucoup écrit sur la persistance de l'inflation. Même si certaines dynamiques désinflationnistes ont lieu aujourd'hui (fixation des prix des marchandises et des prix stimulés par l'offre), d'autres dynamiques inflationnistes continuent de persister (fixation des prix des services et des prix stimulés par la demande). La leçon que nous pouvons tirer de l'histoire est celle-ci : lorsque les prix grimpent à des niveaux comme ceux atteints l'an dernier, il faut compter du temps pour revenir à une période d'inflation bénigne soutenue. Par conséquent, le risque politique imminent à surveiller est le relâchement trop tôt de la pédale de frein par les banques centrales.

Question 6 : La faillite de la SVB et la contrainte exercée sur les banques régionales entachent-elles la perception selon laquelle les États-Unis sont le meilleur endroit où investir?

Pendant plus de dix ans, les actifs américains ne pouvaient causer de tort. À partir d'une base d'actions sous-évaluées et d'une monnaie sous-évaluée en 2008, les valeurs mobilières américaines ont grimpé avec les profits d'entreprise tandis que le coût du capital déclinait constamment. Les États-Unis détenaient aussi un joyau et un énorme avantage comparatif : Silicon Valley. Dans le contexte

du ralentissement de la croissance mondiale dans les années 2010, le secteur a captivé les imaginations collectives et les investisseurs ont augmenté leur mise sur tout ce qui touchait à la technologie américaine. En effet, tout ce qui provenait des États-Unis surpassait les résultats anticipés : actions, obligations et même le dollar américain soufflait de manière chronique un vent favorable sur les rendements totaux.

Toutes ces conditions ont changé. Le secteur de la technologie est en difficulté. Et une tension financière s'exerce maintenant sur les États-Unis. Les paniques bancaires ne font bonne figure pour aucun pays. Les renflouements non plus. Avec chaque intervention gouvernementale successive, les États-Unis perdent de leur lustre à titre de destination de capital. Les États-Unis ont même été le théâtre de la plupart des faillites et des fraudes (SBF et le fonds d'investissement de cryptomonnaie FTX).

En revanche, les conditions financières étaient beaucoup plus restreintes dans la zone euro, au Japon et à l'échelle des marchés émergents. Le coût et l'accès au capital n'ont jamais atteint les niveaux observés aux États-Unis. Les marchés boursiers n'ont jamais connu de cours acheteur constant. En effet, de nombreux marchés boursiers locaux dans ces régions restent aux niveaux observés il y a plus de dix ans. Les monnaies locales ont été oblitérées à mesure que le capital entrainait à flots aux États-Unis.

Ces régions, dont plusieurs n'ont pris aucune mesure extrême pendant la pandémie, sont

maintenant en position de connaître une longue période de surrendement. En effet, cette situation se produit déjà avec le sous-rendement des valeurs mobilières américaines par rapport à l'indice MSCI World ex-US depuis juillet 2021. Les obligations des marchés émergents ont dépassé considérablement leur indice de référence l'an dernier.

Malgré tout, les investisseurs continuent de poursuivre les gagnants du passé en 2023. Les titres de sociétés de technologie non profitables, les cryptomonnaies et même les titres de grandes sociétés technologiques ont tous produit un surrendement cette année. Mais il s'agit là des « échos » classiques, un comportement observé dans les périodes qui suivent les plus importantes « manies ». Comme Steve Eisman l'a récemment mentionné, les gens n'abandonnent pas leurs paradigmes aussi facilement. Nombreux sont ceux qui refusent d'abandonner les actifs qui les ont enrichis dans le passé. Ils continuent donc d'investir, mais les échos se dissipent progressivement à mesure que les déceptions tuent la foi.

Question 7 : Les marchés financiers ont mis ma patience à rude épreuve l'an dernier et nous avons maintenant des crises bancaires sur les bras. Quand cette volatilité prendra-t-elle fin?

Depuis *La Matrice*, le multivers est populaire. Ces films défient aisément les lois de la probabilité, de la crédibilité et de la cohérence. Mais l'astuce en matière de cinéma des univers parallèles consiste à boucler tous les détails de l'intrigue

pour la finale.

Les marchés font de même. Les marchés à la baisse, comme celui de l'an dernier, créent toujours une plus grande volatilité alors que les

investisseurs tentent de discerner les nouvelles tendances durables à venir. Nous vivons cette situation en temps réel et le processus peut être frustrant. Mais à la longue, le nouveau macrocontexte devient de plus en plus clair. La volatilité se calmera.

Il est important de reconnaître une tendance majeure : l'ère des faibles taux d'intérêt est révolue. Avec des taux d'intérêt séculairement plus élevés, les investisseurs ne pourront plus compter sur la réévaluation continue de nombreuses classes d'actifs, en particulier les actions de sociétés en croissance de longue durée et les investissements à levier financier de tout acabit.

La bonne nouvelle est que les possibilités de rendement des portefeuilles équilibrés sont

beaucoup plus élevées qu'elles ne l'ont été depuis longtemps. Du côté dividendes des portefeuilles, les investisseurs n'ont plus à souffrir des faibles taux ou même à prendre de grands risques. Une position à courte durée et placée très haute sur le spectre du crédit est désormais très profitable. En ce qui concerne la portion « croissance » du portefeuille, les échos de 2023 sont l'occasion de s'aligner davantage sur la nouvelle direction en matière d'investissement — des actifs ayant une exposition tangible à l'économie réelle comme les actions d'exploitation de ressources et les actions à valeur nominale. Les investisseurs devraient regarder au-delà de la volatilité actuelle. Les paniques bancaires présentent toujours des occasions d'achat. Et il deviendra de plus en plus clair que les grandes macrotendances ont changé partout... Tout à la fois.