

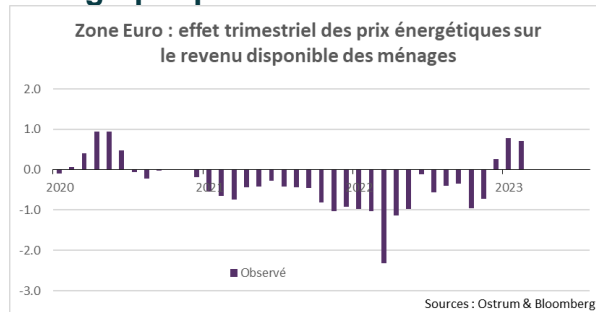
## ● Le thème de la semaine : SVB, réaction à chaud

- Sur les deux dernières années il n'y a pas eu de faillite bancaire aux États-Unis. Sur la dernière semaine il y a eu deux faillites ;
- La réaction des autorités – régulateur et Banque centrale – a été très ambitieuse et devrait contribuer à éviter un effet de contamination à l'ensemble du secteur ;
- Le marché, lui, reste extrêmement dubitatif.

## ● La revue des marchés : La Fed entre inflation et risque bancaire

- Powell change sa communication sur l'inflation ;
- Fed : hausse de 50 pb possible en mars...
- ... malgré une panique bancaire sur SVB aux États-Unis ;
- Fortes variations des taux sur la semaine, écartement des spreads.

## ● Le graphique de la semaine



Après leur hausse vertigineuse, l'année dernière, les prix de l'énergie baissent. Même si l'on entend beaucoup parler, à juste titre, de persistance de l'inflation et de hausse des prix, ce n'est plus le cas pour l'énergie.

On arrive donc à ce paradoxe que le budget énergie des ménages européens leur permet d'augmenter leur pouvoir d'achat. Les baisses des prix de l'énergie sur les trois derniers mois représentent l'équivalent d'une hausse de salaire de 0,7 %.

Malheureusement, les autres composantes de l'inflation continuent, elles, de progresser et pèsent toujours sur la consommation.

## ● Le chiffre de la semaine

**6**

Le rang de la France sur les 29 pays de l'OCDE dans l'indice d'influence des femmes au travail.

Source : Ostrum AM



**Stéphane Déo**

Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**

Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**

Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.c



**Aline Goupil-Raguénès**

Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

# SVB, réaction à chaud

Sur les deux dernières années, il n'y a pas eu de faillite bancaire aux États-Unis. Sur la dernière semaine, il y a eu deux faillites. La réaction des autorités – régulateur et Banque centrale – a été très ambitieuse et devrait contribuer à éviter un effet de contamination à l'ensemble du secteur. Les marchés, malheureusement, ne sont pas convaincus (du moins au moment où nous écrivons).

## Le défaut de SVB

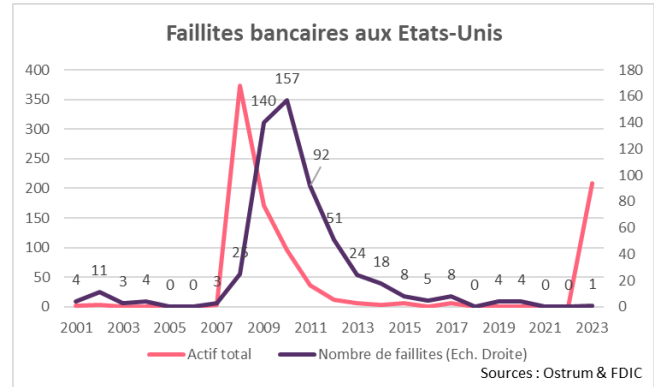
Ce weekend, la FDIC, le régulateur américain, a donc annoncé la mise en faillite de Silicon Valley Bank (SVB).

SVB est une banque de 211 Mds de dollars d'actifs avec 182 Mds de dépôts. La base de clients est composée principalement de petites entreprises innovantes, des start-ups (tech, pharma, IA...), elles-mêmes détenues en partie par des fonds de venture capital qui leur ont conseillé de réduire leur exposition à SVB.

La fuite des dépôts a été extrêmement rapide : on parle de plus de 40 Mds en quelques jours. Cela a forcé SVB à liquider son portefeuille de titres longs, essentiellement des Treasuries ou MBS, donc des titres avec une durée longue. Avec la montée des taux, ces ventes se sont faites à perte, ce qui a contribué à nourrir la panique des déposants. Au total, SVB aurait dû encourir des pertes de l'ordre d'1,8 Mds.

Le problème est donc, dans une certaine mesure, spécifique. Les dépôts ont énormément progressé, incitant la banque à placer ses liquidités sur des titres longs. Autre élément spécifique : le risque de taux n'était pas couvert, une aberration totale en termes de management de risque.

Il faut néanmoins souligner que la banque Signature aux États-Unis a elle aussi été placée en faillite. Cela fait deux défauts bancaires en moins d'une semaine, alors qu'il n'y en avait eu aucun les deux années précédentes.



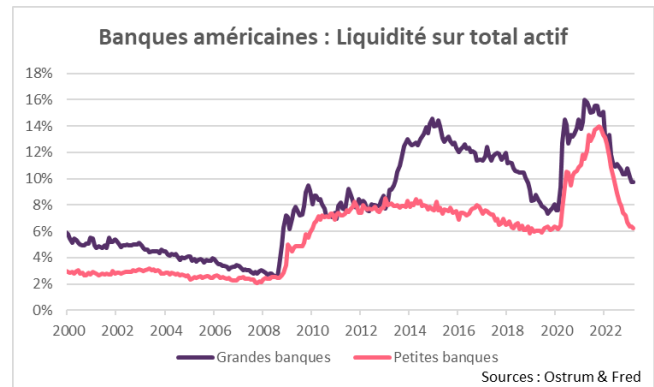
## La réaction des autorités

Le régulateur américain a réagi très rapidement et annoncé un train de mesures avant la réouverture des marchés de lundi matin. Nous avons analysé ces dernières avec Cynthia Voorhees, notre spécialiste des banques américaines basée aux États-Unis. Essentiellement, cela tient en deux points :

### 1. Les dépôts sont entièrement garantis

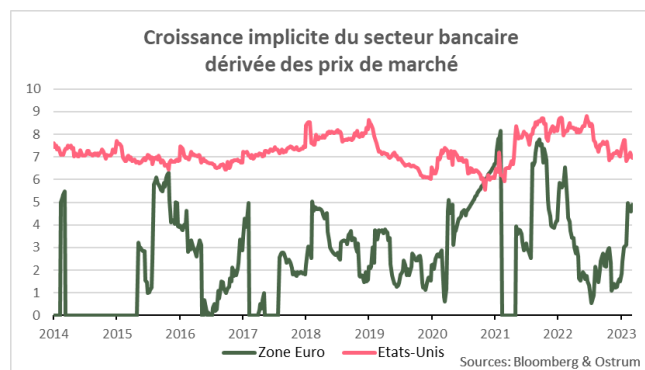
Les dépôts sont garantis normalement à hauteur de 250 000 dollars ; au-delà, le dépositaire a, de facto, fourni à la banque de l'« unsecured lending », avec un coupon à zéro. Le régulateur a annulé cette limite, à la fois pour SVB, et pour Signature. Si la limite n'a pas été explicitement levée sur les autres banques, cette décision – si elle n'annule pas complètement toute raison de bank-run – en diminue énormément les incitations.

Dans ce cas, le financement des banques est en partie protégé. Une mesure nécessaire car, comme le montre le graphique ci-dessous, les petites banques, avec le resserrement monétaire de la Fed, ont connu un appauvrissement rapide de leur position en liquidité.



En contrepartie, les actionnaires et les créanciers ne sont pas protégés. Si le bank-run est évité, cependant le risque donc sur le passif des banques reste très présent pour leur financement action et leurs émissions de dette sur le marché.

Si un bank-run est donc moins probable, en revanche le coût de financement des banques pourrait être affecté, et donc leur rentabilité à terme. La vue assez optimiste des marchés, (jusqu'à une date récente) sur la croissance future des EPS peut être mise en question.



### Comment ça marche ?

Pour construire le graphique ci-dessous, nous partons d'un modèle d'actualisation classique :

$$P = \frac{DpA}{k - g}$$

où le prix de l'action (P) est calculé comme le dividende par action l'année prochaine (DpA) divisé par la différence entre coût du capital (k) et croissance anticipée des bénéfices (g).

En écrivant, d'une part, que le DpA est le produit des bénéfices par actions (BpA) et du payout ratio. Et en écrivant, d'autre part, que le RoE est le ratio entre les BpA et la valeur comptable des actifs, on obtient :

$$P = \frac{(Valeur\ comptable\ des\ actifs)(ROE)(payout\ ratio)}{k - g}$$

Et donc le price to book :

$$PtB = \frac{(ROE)(payout\ ratio)}{k - g}$$

In fine, cela donne le taux de croissance des bénéfices implicite attendu par le marché :

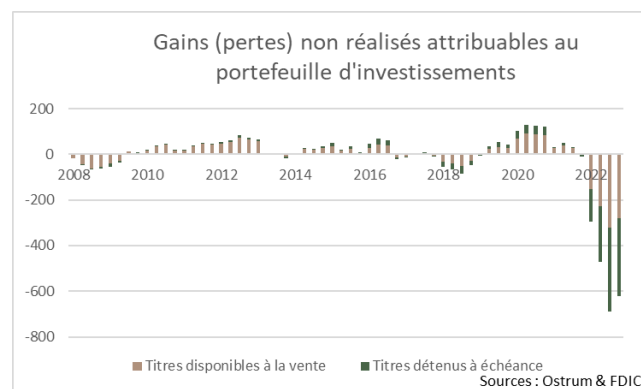
$$g = k - \frac{(ROE)(payout\ ratio)}{PtB}$$

## 2. Bank Funding Term Program

La FDIC cherche à éviter que les banques ne soient obligées de vendre à perte leurs portefeuilles de Treasuries ou autre instrument à forte duration. Pour cela, elle a mis en place un nouveau programme, le « Bank Funding Term

Program ». À ce titre, les banques peuvent recevoir des liquidités de la Fed jusqu'à un an, par le biais d'une opération de repo, en contrepartie des Treasuries dont ils disposent. Le point fondamental est que ces Treasuries seront valorisés « au pair ». Toutes les pertes sur le portefeuille sont donc effacées – en tout cas pour cette opération.

Le problème de pertes à l'actif est donc en grande partie résolu, puisque ces pertes n'ont aucune influence sur la capacité à se financer. La FDIC estime ces pertes à plus de 600 milliards. Enlever ce chiffre de l'équation, au moins en ce qui concerne le financement, est donc une excellente chose.



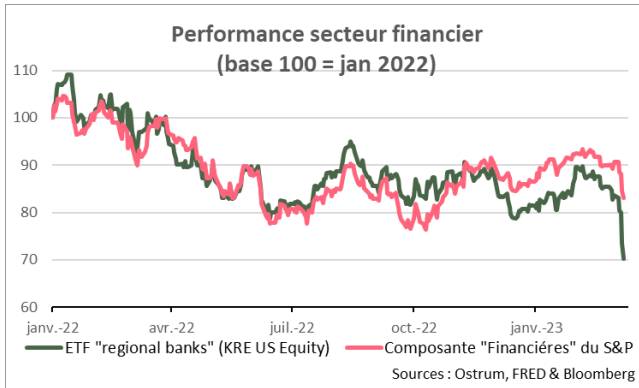
Pour finir, il faut aussi souligner que les conditions sont généreuses : OIS 12 mois, plus un petit spread de seulement 10 pnb. Pour une banque en manque de liquidité, c'est une très bonne proposition.

## Le marché pas convaincu

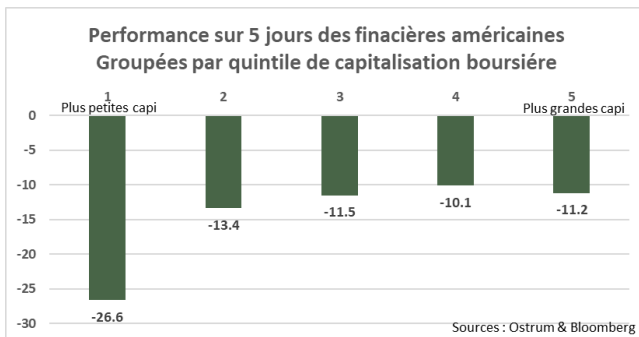
À l'heure où nous écrivons, la réaction du marché reste pour le moins très sceptique.

NB : nous écrivons ces lignes lundi 13 mars à 19 :00. Les chiffres ci-dessous sont présentés à cette heure.

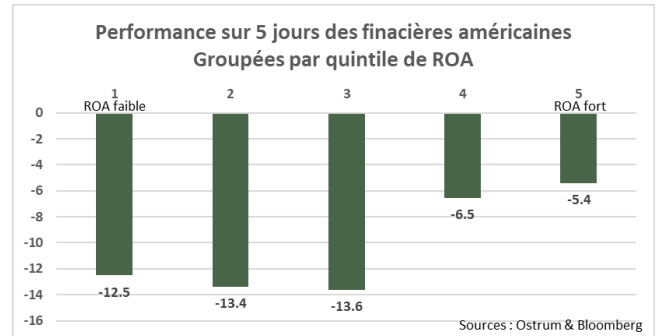
D'une part, les petites banques sont très nettement sous pression. Le graphique ci-dessous compare la performance des banques régionales à celle de l'ensemble du secteur financier du S&P. La sous-performance récente est impressionnante.



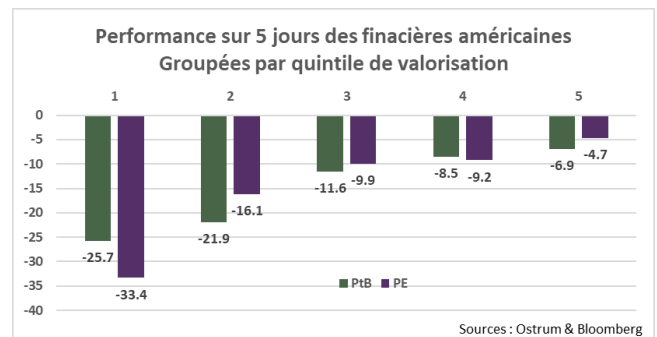
Avec une focale plus courte, en regardant la dernière semaine, on obtient, évidemment, un signal très similaire, avec une très forte sous-performance des plus petites capitalisations.



Si on regarde la typologie de cette baisse, l'autre fait marquant est que la qualité a mieux résisté. Sans surprise. Cela peut se voir de deux manières. Soit en regardant les niveaux de marges des entreprises.



Autre façon de voir le même argument : ce sont les banques les moins bien valorisées, les mal-aimées, qui ont le plus souffert.



## Conclusion

Lorsque nous avons quitté le bureau vendredi soir, le risque d'une crise systémique n'était pas négligeable. Nous pensons, avec Cynthia Voorhees, que les mesures prises par la FDIC et la Fed diminuent significativement la probabilité d'une telle crise systémique. Restent les séquelles, la profitabilité des banques, ou tout au moins la capacité des banques à allouer du crédit qui sera inévitablement affectée. Il s'agit, après tout, du resserrement de crédit que la Fed souhaitait pour ralentir l'inflation...

Le marché, lui reste extrêmement dubitatif.

**Stéphane Déo**

- **La revue des marchés**

## **La Fed entre inflation et risque bancaire**

### **Powell ouvre la voie à une possible hausse de 50 pb en mars avant que la panique autour de SVB n'enclenche une fuite vers le T-note.**

La nervosité des marchés est montée d'un cran. L'espoir d'une désinflation rapide semble invalidé par les révisions apportées au déflateur de la consommation obligeant Jerome Powell à durcir le ton lors de son intervention devant le Congrès. L'hypothèse d'une hausse de 50 pb en mars refait surface. Parallèlement, les déboires de Silicon Valley Bank en proie à une fuite massive des dépôts provoquent un fort mouvement d'aversion pour le risque. Compte tenu de la base de clientèle de SVB (start-ups), cette nouvelle fait écho aux annonces de licenciements dans le secteur technologique et, plus généralement, à l'assèchement du financement au travers des SPACs depuis plusieurs mois. Les craintes de contagion bancaire déclenchent un repli réflexe vers la valeur refuge (T-note, Bund)... effaçant totalement le resserrement monétaire supplémentaire induit par le discours de Jerome Powell. La versatilité des marchés n'est plus à démontrer. Le Bund réagit même davantage que le T-note, élargissant fortement les swap spreads en zone euro. L'aversion pour le risque se traduit naturellement par un écartement des spreads sur le high yield, et, à un degré moindre, sur la dette investment grade souveraine ou privée. Les actions corrigent dans le sillage des banques américaines. En Asie, le rebond des indices lié à la réouverture de la Chine s'essouffle. Le dollar plafonne, en raison de l'ajustement à la baisse des taux américains. Le marché semble tabler sur une meilleure prise en compte des risques financiers par les Banques centrales. Rien n'est moins sûr tant que l'inflation reste très supérieure à l'objectif. La BoJ procrastine comme prévu, laissant à son prochain gouverneur la primeur de l'annonce d'un resserrement inévitable. La BoC respecte pour l'instant son engagement à maintenir le statu quo monétaire... sachant que la baisse du dollar canadien et la politique de la Fed la mettent dans une situation délicate.

Lors de son intervention devant le Congrès, Jerome Powell a pris le contrepied de sa communication de février soulignant la nécessité d'agir davantage face à persistance de l'inflation. À l'issue du FOMC du 22 mars, les projections de taux du FOMC seront probablement relevées à 5,25 %-5,50 % à l'horizon de décembre 2023. On ne peut exclure un statu quo prolongé sur tout ou partie de 2024. Le marché table aujourd'hui sur un allègement de 150 pb l'an prochain, conforme aux dots. Le marché du travail ne montre aucun signe de retournement. Les créations d'emplois ressortent à 311k en février, avec un taux de chômage à 3,6%. Tout

dépendra de l'inertie des pressions sur les prix, sauf en cas de récession brutale ou de crise financière. La BCE est aussi confrontée à l'inertie de l'inflation sous-jacente qui attise les anticipations de taux. Un taux de dépôt à 4 % semble faire consensus. Robert Holzmann envisage même 4 hausses de 50 pb. La politique de la BCE restera néanmoins un subtil mélange entre contraction du bilan avec les maturités des TLTRO (550 Mds € en juin) et les remboursements de l'APP (60 Mds € entre mars et juin) et hausses des taux directeurs. La multiplicité des risques financiers requiert néanmoins une certaine flexibilité dans la conduite du resserrement monétaire. La BoJ n'était pas prête à modifier sa politique, mais rendez-vous est pris pour le premier conseil du nouveau gouverneur Kazuo Ueda le 28 avril prochain.

Les marchés de taux sont ballotés entre l'environnement macroéconomique et la résurgence de risques financiers. L'inflation amène le 2 ans au-delà de 5 % avant un brutal retour sous 4,65 % dans la panique autour de SVB. Avec la publication de l'IPC de février (mardi) et les réunions des Banques centrales (BCE, puis Fed et BoE la semaine suivante), l'attention du marché devrait se recentrer sur le mandat dual de la Fed. Le positionnement du marché est difficile à lire, compte tenu du manque de données disponibles, mais les sondages auprès des investisseurs décrivent une large majorité de « neutres » laissant entrevoir la mise en place de nouvelles stratégies. Cette prudence explique en partie la faiblesse de la demande de T-note lors de l'adjudication de 10 ans soldée à un rendement limite de 3,98 % et le cumul des flux vers monétaire (192 Mds \$ en 2023). L'inversion de la courbe des taux s'accroît. Le spread 2-10 ans ressort sous - 110 pb. La surréaction du Bund en baisse de 25 pb témoigne probablement d'un positionnement largement vendeur, compte tenu des dernières déclarations des membres de la BCE. Les spreads souverains, insensibles aux tensions récentes sur les taux allemands, se sont élargis avec le regain d'aversion pour le risque. Avant cela, l'annonce d'un nouveau DSL avait suscité quelques flux vendeurs de dettes souveraines bien notées. L'OAT à 10 ans se rapproche des 50 pb. Le BTP italien s'écarte, certes, mais demeure dans le bas de sa fourchette récente. Le début du QT de la BCE n'a pas bouleversé les équilibres. Le crédit est confronté, à la fois à une légère décollecte dans les ETFs IG euro, et à un marché primaire plus actif la semaine passée. Le high yield attendait un prétexte pour prendre des profits après un début d'année solide. Les financières subissent la nouvelle SVB. Le marché des actions décroche dans le sillage des banques américaines. Les réallocations d'actifs favorables à l'Europe continuent au détriment des actions américaines, en particulier les grandes capitalisations.

### **Axel Botte**

Stratégiste international

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.69%	-63	-9	-7
EUR Bunds 10a	2.26%	-49	-11	-31
EUR Bunds 2s 10s	-44.4bp	+13	-3	-24
USD Treasuries 2a	4.09%	-79	-42	-33
USD Treasuries 10a	3.52%	-44	-18	-36
USD Treasuries 2s 10s	-58.4bp	+35	+24	-3
GBP Gilt 10a	3.37%	-50	-3	-30
JPY JGB 10a	0.35%	-16	-2	+4
EUR Spreads Souverains (10a)	13-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	54.2bp	+6	+8	0
Italie	192.41bp	+10	+10	-21
Espagne	110.34bp	+16	+15	+2
Inflation Points-morts (10a)	13-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.5%	-24	+12	-5
USD 10a Inflation Swap	2.47%	-23	-6	-5
GBP 10y Inflation Swap	3.82%	-10	+4	-9
EUR Indices Crédit	13-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	152bp	+4	+10	-15
EUR Agences OAS	70bp	+3	+0	-9
EUR Obligations sécurisées OAS	80bp	+7	+4	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	451bp	+22	+23	-61
EUR/USD Indices CDS 5a	13-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	93bp	+18	+15	+2
iTraxx Crossover	468bp	+80	+63	-6
CDX IG	89bp	+19	+17	+7
CDX High Yield	525bp	+97	+86	+41
Marchés émergents	13-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	474bp	+22	+29	+21
Devises	13-mars-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.074	0.524	0.131	0.3
GBP/USD	\$1.219	1.372	0.420	0.9
USD/JPY	JPY 133	1.981	-0.653	-1.6
Matières Premières	13-mars-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$80.9	-\$5.3	-\$5.3	-5.124897385
Or	\$1 911.5	\$64.6	\$58.0	4.796
Indices Actions	13-mars-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 883	-4.09	-6.15	1.1
EuroStoxx 50	4 097	-5.04	-3.41	8.0
CAC 40	7 012	-4.91	-2.73	8.3
Nikkei 225	27 833	-1.43	0.83	6.7
Shanghai Composite	3 269	-1.61	-0.75	5.8
VIX - Volatilité implicite	25.83	38.80	26.99	19.2

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel 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 Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management 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. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...13/03/2023

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)