

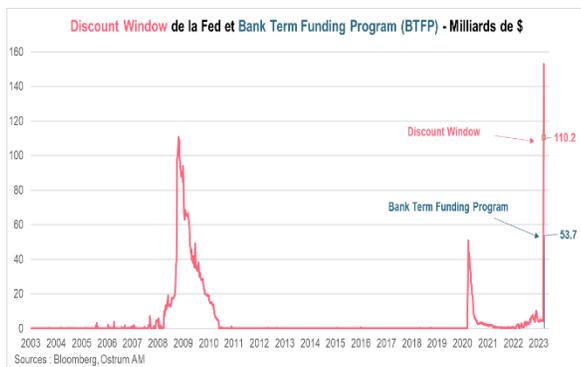
## ● Le thème de la semaine : Comment suivre le risque de liquidité bancaire

- L'affaire SVB et Crédit Suisse ont réveillé de vieux et mauvais souvenirs. La situation, toutefois, nous semble solide ;
- Nous proposons ci-dessous une liste d'indicateurs qui permettent d'estimer s'il existe une crise de liquidité sur le système bancaire en Europe ;
- Les données dont nous disposons sont plus que rassurantes sur l'éventualité d'une crise systémique. Pour l'instant, il n'y a quasiment aucun signe de stress anormal. À suivre.

## ● La revue des marchés : le risque de dominance financière

- La Fed maintient le cap sur les taux d'intérêt ;
- Le bilan de la Fed en augmentation de 400 Mds \$ sur deux semaines ;
- Les bancaires face à la crise de confiance ;
- Tensions énormes sur les spreads des CMBS américains.

## ● Le graphique de la semaine



Pour la 2<sup>ème</sup> semaine consécutive, les banques commerciales ont sollicité massivement les facilités de prêts de la Fed et ceci pour un montant total de 163,9 milliards de \$, la semaine se terminant le 22 mars, un montant quasiment identique à la semaine précédente (164,8 milliards).

Le recours des banques à la Discount Window de la Fed s'est modéré, après avoir atteint un montant bien supérieur au pic de 2008, pour rester très élevé (110,2 Mds). Les banques ont en revanche davantage eu recours à la facilité de prêt créée le 12 mars, suite à la faillite de SVB et Signature Bank. Le Bank Term Funding Program a été sollicité à hauteur de 53,7 Mds de \$, contre 11,9 Mds la semaine précédente.

## ● Le chiffre de la semaine

# 40

Source : Ostrum AM

L'Union Européenne prévoit de produire 40% de ses besoins en technologie « propre » d'ici 2030, comme les pompes à chaleur, les éoliennes, les panneaux solaires, l'hydrogène renouvelable et le stockage de CO<sub>2</sub>. C'est une réponse à l'Inflation Reduction Act américain.



**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.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

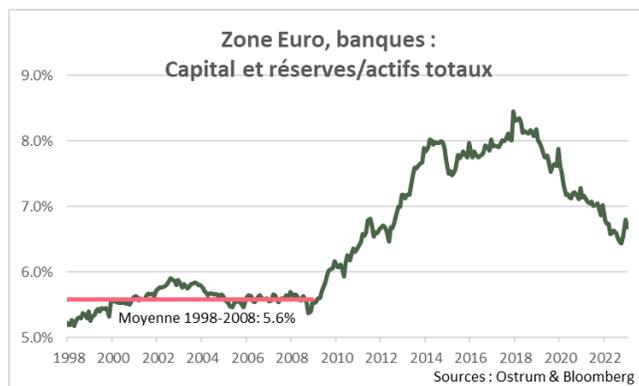
# Comment suivre le risque de liquidité bancaire

L'affaire SVB et Crédit Suisse ont réveillé de vieux et mauvais souvenirs. La situation toutefois nous semble solide. Nous proposons ci-dessous une liste d'indicateurs qui permettent d'estimer s'il existe une crise de liquidité sur le système bancaire en Europe. Pour l'instant : électroencéphalogramme plat, aucun signe évident de stress.

## Introduction : les fondamentaux

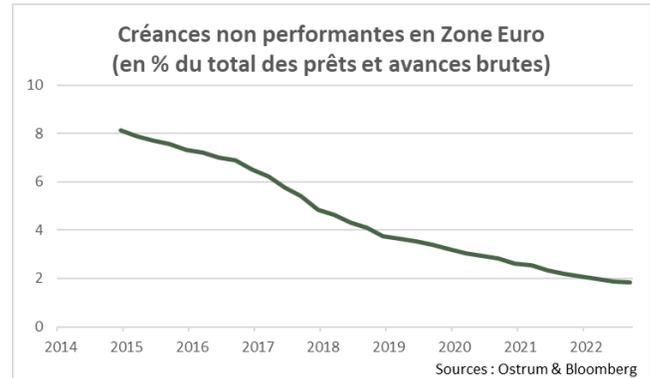
Avant de se concentrer sur les indicateurs de liquidité, il est intéressant de revenir brièvement sur quelques éléments fondamentaux.

Premier élément : en se penchant sur les comptes agrégés fournis par la BCE sur les institutions financières de la zone euro, on peut calculer un ratio de capital. Le graphique ci-dessous montre que le niveau, au début de cette année, est largement supérieur à ce qu'il était avant la grande crise financière de la dernière décennie. Le régulateur a imposé des ratios prudentiels beaucoup plus restrictifs et cela se voit sur la composition du passif des banques.

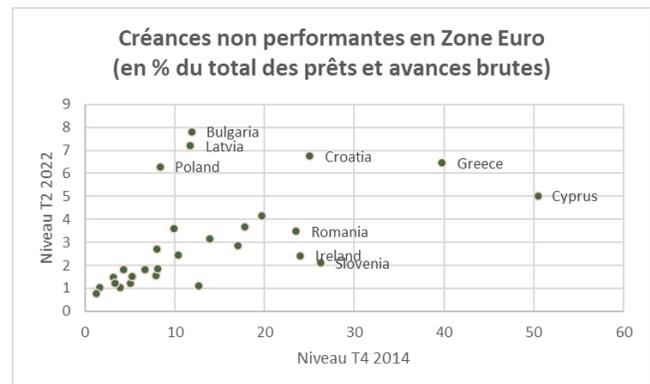


Autre point sur la qualité de l'actif : l'héritage de la dernière crise en termes de créances non performantes. Là aussi, la BCE fournit des chiffres : ils montrent que les créances douteuses représentaient 8,1 % du portefeuille au quatrième trimestre 2014 (la première donnée disponible),

mais seulement un petit 1,8 % au troisième trimestre 2022.



Le constat est encore plus impressionnant au niveau des pays. Par exemple, le taux est passé de 39,8 % en Grèce à 6,4 %, de 17,0 % à 2,9 % en Italie, de 17,8 % à 3,7 % au Portugal, de 8,0 % à 2,7 % en Espagne, etc.



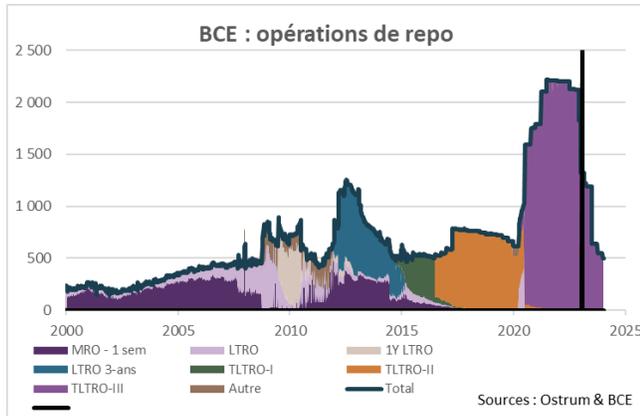
Le but de cette étude n'est pas de faire une expertise des banques – notre équipe de crédit est beaucoup plus compétente. Mais les quelques chiffres et exemples montrés ci-dessus visent à souligner que la situation des banques européennes nous semble saine et qu'il serait erroné de faire un simple copier-coller de la crise précédente.

## Que regarder ?

Il y a essentiellement deux approches pour identifier un problème de liquidité : les volumes et les prix.

### Volumes

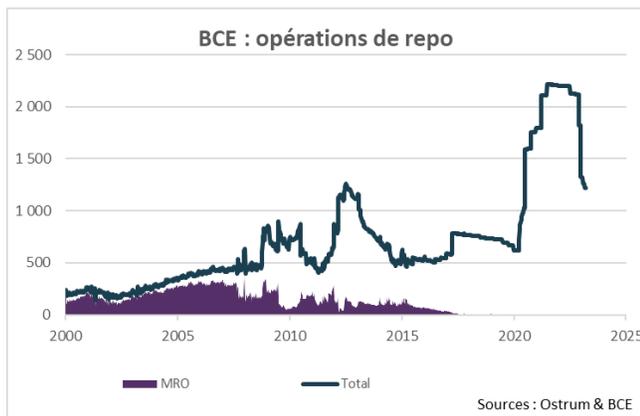
Il faut revenir sur les instruments dont dispose la BCE pour fournir des liquidités aux banques. Le graphique suivant donne une histoire exhaustive de la panoplie des opérations de repo qui ont été mises en place depuis la création de la BCE. L'empilement de différents programmes depuis dix ans est assez impressionnant.



Le dernier bilan hebdomadaire de la BCE montre qu'elle a fourni 1 221 milliards d'euros de liquidités aux banques dans le cadre de ses différentes opérations de repo. Le pic a été atteint peu après la crise du Covid à 2 217 milliards. Ces liquidités sont essentiellement fournies grâce aux TLTRO-III, des opérations de repo à long terme. Ces opérations ont été mises en place en 2020 et 2021 et ne sont plus accessibles. Une banque qui a besoin de liquidité ne peut donc pas demander un nouveau TLTRO.

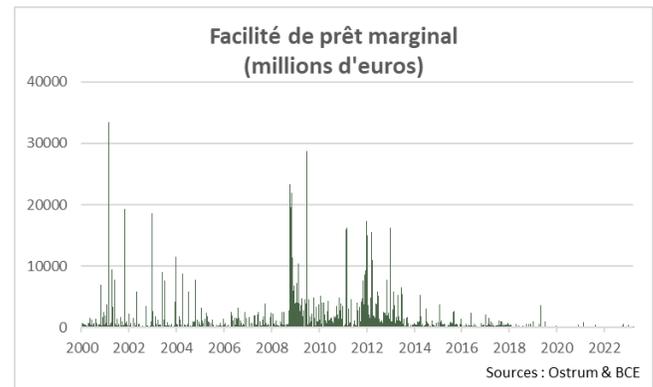
En revanche, la BCE a maintenu les *Main refinancing operation* (MRO). Il faut revenir au bon vieux temps, avant la grande crise de la décennie précédente. La source principale de liquidité des banques était le MRO, une opération de repo hebdomadaire, tous les mardis, avec un terme à 7 jours. Les banques se finançaient donc pour une semaine et renouvelaient ces financements tous les mardis.

Le graphique ci-dessous, une simplification du précédent, montre que jusqu'en 2008, ces MRO étaient effectivement, et de loin, la principale source de liquidité pour les banques. Une banque qui serait en stress de liquidité actuellement irait donc chercher des fonds au MRO. La dernière opération, datée du 22 mars, montre que les banques sont allées chercher 974 millions (millions pas milliards !). C'est marginal. Aucun signe de stress ici.



Il faut rentrer encore dans la plomberie de la BCE. Si une banque a besoin de liquidité, doit-elle attendre le prochain MRO ? Non : il existe une autre option, la « facilité de prêt marginal ». Cette facilité permet à une banque de faire une opération de repo sur 24 heures avec la BCE. La différence avec le MRO est le taux : c'est le taux de repo qui s'applique aux MRO, 3,50 % à l'heure actuelle, alors que la facilité de prêt est à un taux de 3,75 %. L'idée est que la BCE veut inciter les banques à ne pas gérer leur liquidité au jour le jour. La facilité de prêt est un instrument d'urgence pour éviter un accident. L'accès à cette facilité est donc une mesure d'urgence pour une banque qui ne parvient pas à équilibrer son bilan et trouver des liquidités sur une journée.

Ceci est vraiment une mesure d'un stress inattendu, puisque la banque est forcée d'emprunter à un taux supérieur à celui du repo. Les derniers chiffres montrent que les banques ont demandé 57 millions d'euros. Un nombre totalement marginal par rapport aux volumes du marché monétaire.



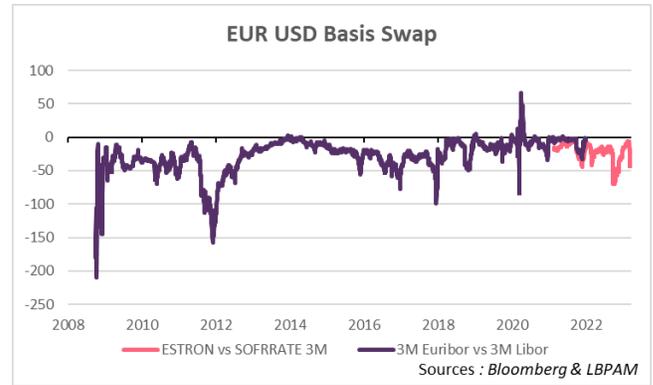
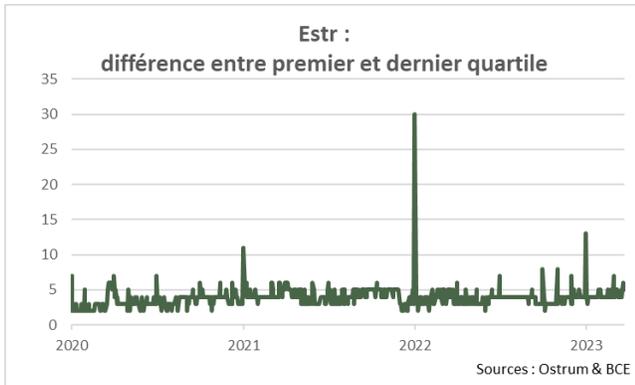
Ces indicateurs suggèrent donc que les problèmes de liquidité restent très limités.

### Prix

Une autre façon de regarder le niveau de stress est de s'intéresser aux taux interbancaires.

Commençons par l'€STR : l'« euro short-term rate » (€STR) est publié chaque jour à partir des transactions interbancaires. On dispose également d'indication sur la dispersion de l'€STR. Une forte dispersion veut dire que certaines banques empruntent à un taux beaucoup plus élevé que d'autres. Un signe de fragmentation.

Le graphique ci-dessous montre que la différence entre les premiers et derniers quartiles reste limitée, seulement 6 pnb. Une fois de plus, pas de signe de stress évident.



Un autre indicateur est le « basis swap ». Il s'agit d'un swap avec deux jambes flottantes qui consiste à effectuer un paiement d'un indice et à recevoir un paiement dans un autre indice. Dans notre cas, les basis swaps impliquent deux devises. Ils peuvent donc être vus comme la prime de risque que demande un investisseur américain pour prendre une position sur le marché monétaire européen. Pour compliquer les choses, la référence en Europe a changé avec l'introduction de l'€STR, et nous utilisons donc deux séries, normalement proches, pour pouvoir donner un historique qui remonte à 2008.

Résultat : les basis swaps sont actuellement à 23 pdb, contre une moyenne à 20 pdb depuis que l'€STR sert de référence. Et loin, très loin, des pics de 2008 ou 2011. Une fois de plus, pas de signe de stress, mais plutôt « business as usual ».

## Conclusion

Il est important de surveiller le secteur bancaire comme le lait sur le feu. Une crise est, bien entendu, toujours possible. Et, au minimum, les récents événements vont peser sur les décisions d'octroi de crédit des banques. Comme souvent en économie, la question est de savoir où on met le curseur en termes de risque. Les données dont nous disposons sont plus que rassurantes quant à l'éventualité d'une crise systémique. Pour l'instant, il n'y a quasiment aucun signe de stress anormal. À suivre.

**Stéphane Déo**

• **La revue des marchés**

## Le risque de dominance financière

### Le marché ignore le message de Powell et exige des baisses de taux.

La conjoncture financière en cette fin de trimestre appelle quelques réflexions. Les difficultés des banques relèguent les performances stellaires du 1<sup>er</sup> trimestre au second plan (+8% sur les actions européennes et la revanche du 60/40 après 2022). Certains prix d'actifs sont incompréhensibles. La faiblesse de la volatilité à 1 mois des actions (V2X, VIX) contraste avec celle des taux d'intérêt et la volatilité implicite des produits ODTE (options d'échéances journalières) qui concentrent l'essentiel des volumes d'options traités. La liquidation de positions risquées sur le pétrole prend à revers le consensus tablant sur la reprise chinoise et le risque de baisse de la production russe. Le mouvement de fuite vers la qualité ignore totalement le message des Banques centrales sur l'inflation. La baisse du 2 ans vers 3,6% n'est justifiable qu'en assignant une très forte probabilité à un atterrissage brutal de l'économie. Il semble que la reflation des prix d'actifs soit encore perçue par les intervenants comme le remède à tous les maux. La recherche de sécurité traduit peut-être une certaine défiance vis-à-vis de la complexité du passif des banques. Le sauvetage de Crédit Suisse ignorant la priorité des paiements crée un précédent dangereux, quoi qu'en dise l'ABE. Il est frappant de constater que la crise de confiance dans le système bancaire américain intervient alors que les défauts de paiements sont pratiquement à leurs plus bas historiques. Cela n'empêche pas la chute vertigineuse des actifs adossés à l'immobilier commercial (CMBS).

A l'inverse du malaise financier ambiant, les signaux conjoncturels indiquent une croissance annualisée de l'ordre de 3% au 1<sup>er</sup> trimestre aux Etats-Unis. La construction de logements montre des signes d'amélioration (hausse des mises en chantier) après une nette progression des transactions. Les inscriptions au chômage (<200k) n'ont jamais reflété les annonces de licenciements nombreuses dans la technologie notamment lors de la dernière saison des résultats. Le retour à l'emploi est rapide, compte tenu du nombre de postes ouverts. La Fed a toutefois abaissé ses projections de croissance à 0,4%A (-0,1pp) au 4T 2023 et 1,2% au 4T 2024 arguant de l'effet récessif du resserrement des conditions du crédit bancaire. L'inflation sera néanmoins un peu plus forte en 2023 que prévu en décembre mais la baisse du pétrole est bienvenue. La politique de taux est pratiquement inchangée pour 2023. Un fort consensus se dégage au sein du FOMC pour une dernière hausse de 25 pb avant un statu quo prolongé puis un allègement de quelque 150 pb l'an prochain. Les divergences de vue sont plus marquées pour 2024, les projections de Fed funds s'échelonnant de 3,50 à 5,75%. La trajectoire des taux dépend essentiellement de la sévérité du rationnement du crédit à venir. La provision de liquidités depuis deux

semaines atteint 400 Mds \$ au travers de la discount window (117 Mds \$), des prêts au FDIC (~40 Mds \$), du BTFP (53 Mds \$) et des repos avec les institutions étrangères (60 Mds \$). En zone euro, les enquêtes décrivent une reprise forte de l'activité dans les services (55,6 en mars).

La volatilité actuelle des taux est comparable aux niveaux de 2008. Depuis le début de la crise de confiance, les mouvements journaliers moyens du 2 ans sont de l'ordre de 25 pb. Le marché monétaire ignore le mandat dual de la Fed et projette 75 pb d'allègement cette année. Les flux vers les fonds monétaires s'amplifient avec la fuite des dépôts logés dans les banques régionales et les arbitrages justifiés par le niveau des taux courts. L'encours des fonds monétaires totalise plus de 5 000 milliards de dollars. Ces flux se retrouvent sur la facilité de reverse repo de la Fed. Bref, tous les chemins mènent à la Réserve fédérale. L'inversion de la courbe des taux s'est aussi atténuée. Le spread 2-10 ans se situe à -30 pb après avoir touché -110 pb. Le T-note rejoint ses plus bas de l'année autour des 3,30%. En zone euro, le Schatz se rapproche de 2,30% après s'être échangé 100pb plus haut en début de mois. La volatilité du 10 ans est à peine plus faible. En revanche, les spreads souverains résistent. L'OAT française s'échange entre 50 et 60 pb à 10 ans. La dette italienne est restée sous 200 pb. L'asymétrie des volatilités entre actif sans risque et spreads est frappante. Le marché du crédit est plus difficile. Les spreads sur l'euro IG oscillent autour de 190 pb contre Bund. Les financières sous-performent. Le marché primaire est mis en parenthèses. Le début du QT est, à ce stade, sans réelle conséquence sur le refinancement des grandes entreprises. En revanche, le durcissement des conditions de prêts bancaires impactera en retour les niveaux de marché. Le high yield est logiquement sous pression. L'iTraxx Crossover évolue autour de 500 pb. Mais cette tension est sans commune mesure avec le Krach des CMBS américains où les tranches AAA cotent 150 pb plus large que les Treasuries et le BBB au-delà de 900 pb. Le rôle des banques régionales dans l'immobilier commercial secteur fait craindre des difficultés de refinancement, avec des taux plus élevés et une disponibilité du capital moindre.

Les marchés d'actions européennes fléchissent sous le poids des valeurs bancaires qui ont effacé la hausse de 2023. Mais, la résilience des indices reste remarquable dans l'absolu. L'Euro Stoxx 50 affiche 8% de performance en 2023. Le Nasdaq gagne 11%, la baisse des taux d'intérêt compensant en partie les difficultés du secteur de la technologie. Cet équilibre tient néanmoins aux anticipations d'un allègement monétaire.

Le yen a retrouvé son rôle de valeur refuge, la faible volatilité JGBs attirant aussi les flux des investisseurs non-résidents. Le tirage sur la facilité de repo FIMA a entraîné un rebond du dollar. Cela étant, les bases cross-currency ne traitent pas à des niveaux de crise (-30 pb à 1 an).

### Axel Botte

Stratégiste international

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	27-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.56%	+20	-52	-20
EUR Bunds 10a	2.26%	+14	-32	-31
EUR Bunds 2s10s	-30.6bp	-6	+19	-10
USD Treasuries 2a	3.96%	-2	-82	-47
USD Treasuries 10a	3.49%	+1	-42	-38
USD Treasuries 2s10s	-47.1bp	+3	+40	+9
GBP Gilt 10a	3.43%	+12	-37	-24
JPY JGB 10a	0.32%	+7	-6	+2
EUR Spreads Souverains (10a)	27-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	51.09bp	-4	+4	-3
Italie	183.54bp	-3	+1	-30
Espagne	103.1bp	-4	+8	-5
Inflation Points-morts (10a)	27-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.44%	+10	-9	-11
USD 10a Inflation Swap	2.51%	+9	-8	-1
GBP 10y Inflation Swap	3.77%	+8	-7	-14
EUR Indices Crédit	27-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	184bp	-5	+37	+17
EUR Agences OAS	82bp	+1	+11	+3
EUR Obligations sécurisées OAS	95bp	+2	+16	+12
EUR High Yield Pan-européen OAS	537bp	+2	+100	+25
EUR/USD Indices CDS 5a	27-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	94bp	-5	+15	+4
iTraxx Crossover	484bp	-23	+72	+10
CDX IG	83bp	-5	+7	+1
CDX High Yield	496bp	-26	+37	+12
Marchés émergents	27-mars-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	503bp	-6	+58	+51
Devises	27-mars-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.079	0.681	1.744	0.8
GBP/USD	\$1.226	-0.139	1.633	1.5
USD/JPY	JPY 132	-0.205	3.496	-0.4
Matières Premières	27-mars-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$76.1	\$2.3	-\$5.9	-10.75407529
Or	\$1 948.7	-\$30.2	\$131.5	6.8338
Indices Actions	27-mars-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 971	0.49	-0.28	3.4
EuroStoxx 50	4 173	1.29	-1.78	10.0
CAC 40	7 092	1.12	-2.79	9.5
Nikkei 225	27 477	0.52	0.11	5.3
Shanghai Composite	3 251	0.51	-0.86	5.2
VIX - Volatilité implicite	21.40	-11.39	2.15	-1.2

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 50 938 997 € – 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.

Achévé de rédiger le ...27/03/2023

### 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)