

# Pas de risque systémique lié à la faillite de SVB, mais attention aux zones de vulnérabilité



**Monica DEFEND**  
Directrice de l'Amundi  
Institute



**Vincent MORTIER**  
Directeur des Gestions du  
Groupe



**Matteo GERMANO**  
Directeur adjoint des  
Gestions

- **La faillite de la Silicon Valley Bank (SVB) et les banques régionales américaines sous pression** : cette faillite de la SVB est la troisième après celles de la Signature Bank et de la Silvergate Bank. Il s'agit de la plus grosse faillite bancaire depuis la crise financière de 2008, la SVB étant la 16<sup>ème</sup> plus grande banque américaine. Elle est principalement due à un fort déséquilibre entre l'actif et le passif, qui s'est traduit par des pertes liées à la vente d'obligations de qualité. Celles-ci se négociaient à la baisse dans un contexte de hausse des rendements au cours de l'année écoulée.
- **Intervention de la Fed** : La Fed est intervenue pour soutenir la liquidité en créant un programme de financement à terme des banques (Bank Term Funding Program) afin d'offrir des prêts (d'une durée maximale d'un an) aux créanciers qui souscrivent à des titres de haute qualité tels que les bons du Trésor américain, la dette d'agence et les titres adossés à des créances hypothécaires. Ces actifs seront évalués à leur valeur nominale. Même s'il faudra un peu de temps pour que la confiance dans le système soit totalement rétablie, cette annonce est un pas important dans cette direction.
- **Réaction du marché** : les marchés obligataires ont été extrêmement volatils, avec des mouvements de grande ampleur du rendement à 2 ans, qui a connu sa plus forte baisse en un jour depuis 1982. Les marchés d'actions se sont également repliés, en particulier dans le secteur bancaire, y compris en Europe où nous pensons que ce mouvement est principalement dû à des prises de bénéfices après les fortes performances enregistrées depuis le début de l'année.
- **Pourquoi nous pensons qu'il ne s'agit pas d'un risque systémique** : bien qu'elle ait des répercussions négatives pour le marché, la faillite de SVB constitue davantage un problème idiosyncratique que systémique. Comparée à la crise suite à la faillite de Lehman Brothers, SVB n'est pas endettée, n'est pas exposée à des produits dérivés importants et n'a pas de connexions mondiales significatives. Cependant, cet événement souligne la nécessité d'évaluer soigneusement les effets à retardement de taux plus élevés, en particulier lorsqu'il s'agit d'institutions financières d'importance non systémique et d'autres institutions financières non bancaires, qui ne font pas l'objet d'une réglementation stricte.
- **Point de vue sur le secteur bancaire** : depuis la crise financière de 2008, les grandes banques systémiques sont bien capitalisées et très réglementées. Dans l'ensemble, nous privilégions les grandes banques aux petites. En Europe en particulier, le secteur est en bien meilleure forme que lors de la crise précédente et nous ne voyons pas de risques similaires à ceux auxquels le secteur bancaire régional américain est exposé, grâce à une meilleure gestion du risque de duration et à des exigences réglementaires strictes. Les répercussions sur les banques pourraient être davantage liées à la trajectoire de leurs bénéfices, ce qui retient notre attention pour le moment. Dans l'ensemble, cet événement renforce les arguments en faveur de la sélection et de la différenciation des banques.
- **Impact possible sur la politique des banques centrales** : même si nous pensons que la Fed restera déterminée à lutter contre l'inflation, elle devra également évaluer l'impact de la crise actuelle et ses retombées potentielles. Le scénario macroéconomique reste en effet fragile et l'évaluation globale n'est pas facile étant donné l'effet à retardement des actions de la politique monétaire sur l'économie. Le resserrement des conditions financières étant à l'origine de la crise actuelle pourrait conduire la Fed à se montrer moins sévère que prévu la semaine dernière et pourrait forcer la BCE à réévaluer sa politique monétaire. Cependant, les mouvements du marché ont été de grande ampleur et nous pensons que **ce n'est pas le moment d'aller à l'encontre de la Fed**, car l'inflation reste un facteur clé à surveiller.

« Bien que la faillite d'SVB impacte négativement le marché et qu'il ajoute à un contexte déjà incertain, nous ne voyons pas de risque systémique en découlant, mais nous continuerons probablement à voir des faiblesses dans le système ».

- **Position d'investissement globale :** dans l'ensemble, nous maintenons une position prudente, car l'inversion de la courbe des taux suggère que des faiblesses pourraient commencer à apparaître. Nous restons prudents en ce qui concerne les actions et les obligations à haut rendement, avec une approche diversifiée au niveau régional, y compris une exposition aux actions chinoises, qui semblent plus isolées de l'épicentre des récentes turbulences.

### Qu'est-il arrivé à la Silicon Valley Bank ?

La Silicon Valley Bank (SVB), une banque commerciale spécialisée dans les services aux start-ups de la Silicon Valley, a été fermée par les régulateurs.

La banque s'appuyait sur des financements en gros, était spécialisée dans l'industrie technologique et avait des exigences en matière de fonds propres moins élevées et faisait l'objet d'une surveillance réglementaire moins stricte que les grandes banques, autant d'éléments qui ont contribué à sa faillite. Selon les premières indications, la **faillite de la banque a été provoquée par un déséquilibre important entre l'actif et le passif, plutôt que par des problèmes liés à une mauvaise évaluation des actifs sous-jacents.**

Plus en détail :

- Le 8 mars, la banque a annoncé son intention de lever 2,25 milliards de dollars de capitaux pour financer les retraits et compenser les pertes liées à la vente de titres sous-évalués en raison de la hausse des taux au cours de l'année écoulée.
- Les retraits sont principalement dus à la typologie de clientèle de la banque, à savoir les fonds de capital-risque et les start-ups financées par ces fonds. Historiquement, le taux d'épuisement des fonds (cash burn rates) sur les soldes des dépôts étaient compensés par un financement supplémentaire en capital-risque, mais celui-ci s'est tari dans l'environnement actuel. C'est pourquoi ces start-ups puisent de plus en plus dans leur trésorerie.
- La situation s'est aggravée lorsque certains investisseurs en capital-risque ont suggéré aux entreprises de transférer leurs fonds de la SVB vers d'autres banques, ce qui a provoqué une ruée générale, les titulaires de comptes demandant à récupérer leur argent. Les investisseurs, à leur tour, ont liquidé leurs actions de la SVB, ce qui a créé des problèmes de financement pour la banque.

### Comment les régulateurs ont-ils réagi ?

Le 10 mars, en fin de matinée, le département californien de la protection financière et de l'innovation a ordonné la fermeture de la banque et l'a placée sous le contrôle de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). La Fed a ensuite annoncé la création d'un programme de financement à terme des banques (Bank Term Funding Program) pour résoudre les problèmes de liquidité.

« Le financement supplémentaire sera mis à disposition par la création d'un nouveau programme de financement à terme des banques, offrant des prêts d'une durée maximale d'un an aux banques, aux caisses d'épargne, aux coopératives de crédit et à d'autres institutions de dépôt éligibles ayant souscrit des bons du Trésor américain, des titres de créance d'agences et des titres adossés à des créances hypothécaires, ainsi que d'autres actifs éligibles. Ces actifs seront évalués à leur valeur nominale. Le BTFP constituera une source supplémentaire de liquidités pour les titres de haute qualité, ce qui évitera aux institutions de devoir vendre rapidement ces titres en période de tensions. »

**Les actions des régulateurs sont positives car elles devraient contribuer à stabiliser les marchés.** Nous commençons également à entendre des **demandes de renforcement de la réglementation.**

### Quel est votre point de vue sur le système financier, s'agit-il d'un problème systémique ?

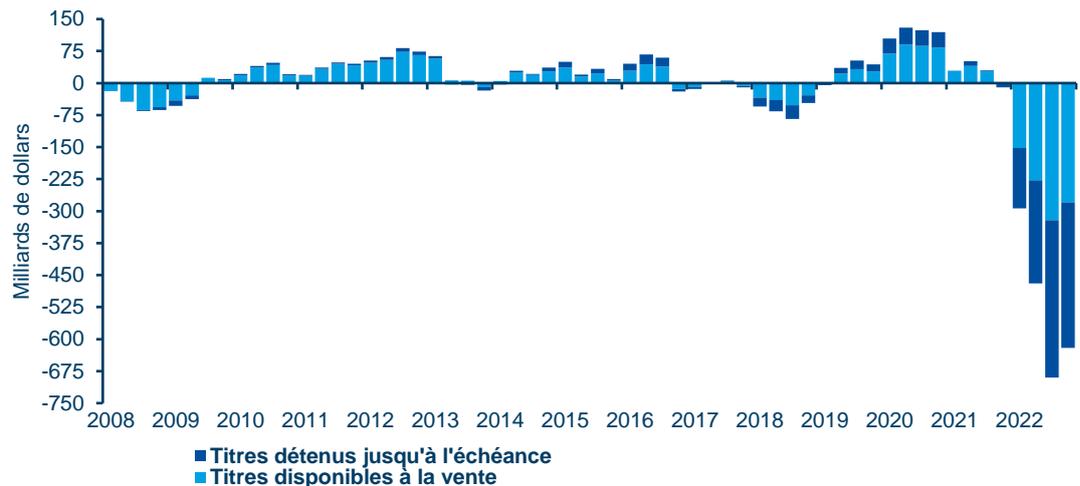
**Nous pensons qu'il ne s'agit pas d'un événement systémique comme pour Lehman Brothers.** Sa faillite était liée à un problème de crédit (forte dépréciation des titres hypothécaires à risque). Cependant, la **SVB est confrontée à un déséquilibre entre l'actif et le passif**, avec des investissements de qualité dans des obligations d'État et des titres adossés à des créances hypothécaires d'agences. L'ampleur des pertes est bien moindre que celles subies par Lehman Brothers. En outre, cette banque était très endettée et complètement interconnectée avec le système financier par le biais d'un vaste réseau de produits dérivés.

SVB (et les 2 autres établissements) sont beaucoup moins endettés. SVB n'est pas fortement exposée aux produits dérivés et est moins interconnectée avec le système financier.

**Il s'agit davantage d'un événement idiosyncrasique**, et nous ne voyons pas de grandes banques systémiques dans une situation similaire. **Dans l'ensemble, nous pensons que les banques systémiques sont dans une bien meilleure situation qu'en 2008 et qu'elles ne nous inquiètent pas, en soi, en termes de solvabilité et de capacité à absorber les chocs.**

Pour les banques plus petites, cependant, il existe certains risques. Par exemple, elles sont soumises à des règles moins strictes en matière de fonds propres, ce qui peut les empêcher de faire face à de telles situations. **Nous devons surveiller de près les institutions financières d'importance non systémique et certaines autres institutions financières non bancaires.** En effet, nous pourrions observer des effets à retardement des taux directeurs plus élevés sur leurs bilans et leur capacité à accéder au financement, ce qui entraînerait des déséquilibres ici et là, comme en témoignent les pertes potentielles pour les banques américaines, qui s'élèvent à environ 620 milliards de dollars, selon la FDIC (voir le graphique suivant).

#### Plus-values (moins-values) non réalisées sur les titres de placement



Source : FDIC.

**« Nous sommes sélectifs à l'égard des banques et prudents à l'égard des financières de moyenne capitalisation ».**

#### Quel est votre point de vue sur le secteur bancaire ?

Nous sommes positifs à l'égard du secteur bancaire américain dans son ensemble, mais nous adoptons une position prudente à l'égard des actions des financières de moyenne capitalisation. Nous privilégions les banques qui bénéficient d'un soutien significatif en termes d'évaluation et d'une base de dépôts diversifiée. Nous évitons les banques présentant un risque de crédit, car elles sont plus exposées au risque de récession. De même, en ce qui concerne le crédit, **notre préférence continue d'aller aux banques américaines et non américaines d'importance systémique qui ont renforcé leurs capitaux et leurs liquidités**, amélioré leurs profils de financement et fait preuve d'un effet de levier plus faible après la crise financière mondiale de 2008. Ces banques sont fortement réglementées et soumises à des exigences strictes en matière de capital et de liquidités. Elles présentent une base de clientèle plus variée et des *business models* plus diversifiés que les banques régionales de plus petite taille.

Bien que nous nous attendions à une volatilité accrue à court terme, la faillite de SVB pourrait en fin de compte avoir un impact positif sur les grandes banques, et ce à trois égards :

- Les clients de la SVB, et peut-être les clients de banques plus petites, sont susceptibles de transférer leurs dépôts vers des institutions plus grandes et mieux établies.
- Les normes de prêt du secteur se resserreront probablement davantage, ce qui freinera la croissance économique, réduira l'inflation et rendra moins nécessaire la poursuite du relèvement des taux d'intérêt par la Fed. Par conséquent, les clients seront moins incités à transférer leurs avoirs vers des actifs plus rémunérateurs lorsque les taux d'intérêt auront atteint un plateau.
- Une diminution des risques due aux inquiétudes concernant le système financier pourrait entraîner un arbitrage des actions au profit des liquidités, ce qui augmenterait les dépôts dans l'ensemble de l'industrie.

« En Europe, la liquidation est principalement due à des prises de bénéfices. Nous continuons à privilégier les banques de l'UE par rapport à celles des États-Unis ».

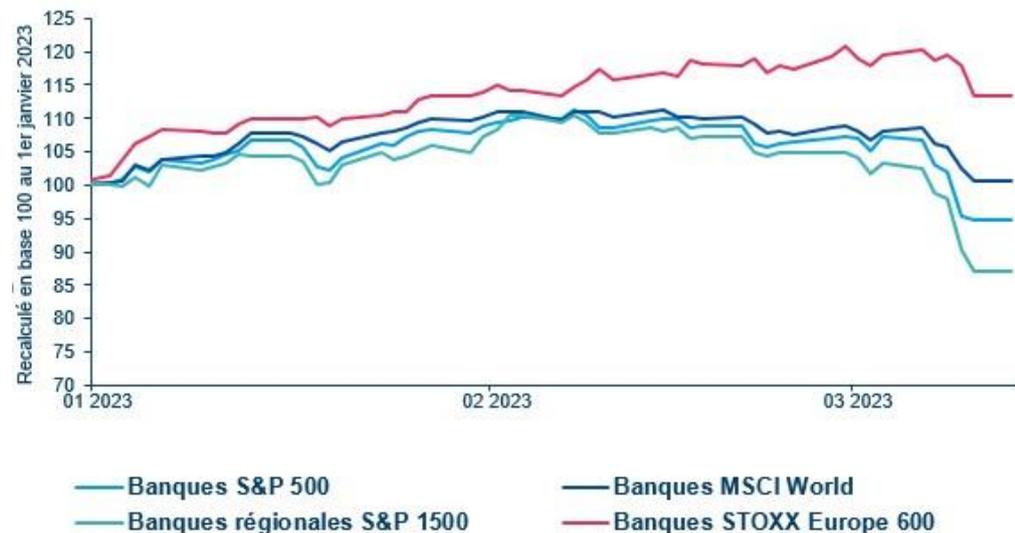
### Quel est votre point de vue sur le secteur bancaire européen ?

Du côté des banques européennes, le risque de contagion est très faible et le marché monétaire est assez stable, ce qui n'indique pas de tensions importantes. Le **grand mouvement de liquidation a été motivé par le positionnement et la prise de bénéfices après la forte performance du marché depuis le début de l'année**. Par rapport aux banques américaines, les banques européennes semblent attrayantes et nous privilégions l'Europe, ainsi que les grandes banques par rapport aux plus petites.

**Notre préférence va aux banques dont le bilan et la rentabilité sont solides. En ce qui concerne le bilan, il est important de comprendre la qualité du capital et les niveaux de solvabilité.** Depuis la grande crise financière, le secteur s'est désendetté et a réduit ses actifs tout en augmentant ses dépôts, de sorte que le déséquilibre des liquidités en termes de ratio prêts/dépôts (qui était très élevé par le passé) a été corrigé.

Les marchés et les régulateurs accordent également une grande importance aux ratios de couverture des liquidités et le régulateur a exigé des banques européennes qu'elles effectuent un grand nombre de stress tests au cours des dernières années, y compris relatifs aux chocs de taux d'intérêt. Le **secteur européen semble résilient à cet égard, car les banques européennes ne prennent pas de grands paris sur la durée, elles couvrent les composantes des taux d'intérêt et détiennent principalement des titres à court terme. Elles ne sont donc pas confrontées aux mêmes risques que SVB ou d'autres petites banques régionales américaines.**

### Les valeurs bancaires s'effondrent au niveau mondial



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 13 March 2023

**« Le resserrement des conditions financières à l'origine de la crise actuelle pourrait conduire la Fed à se montrer moins sévère que prévu la semaine dernière ».**

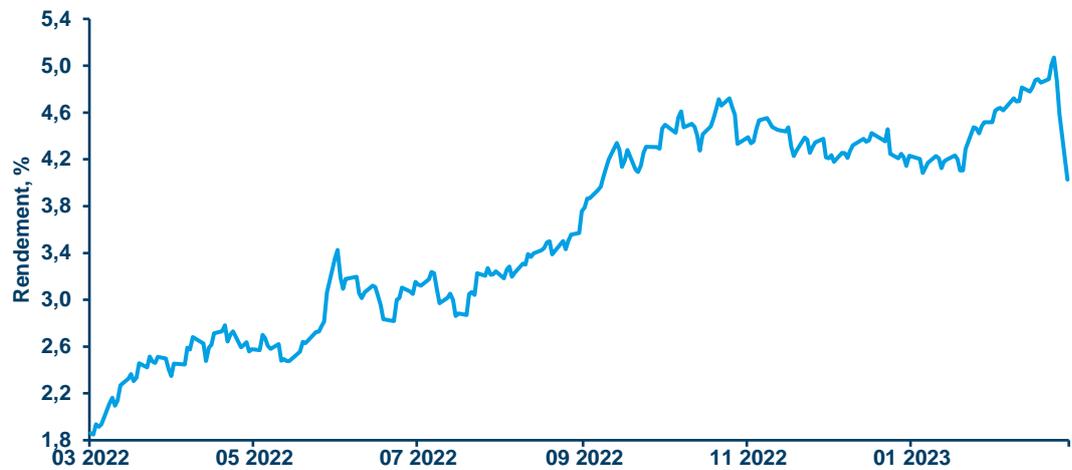
### Pensez-vous que cet événement modifiera la position de la Fed en matière de resserrement de sa politique monétaire ?

Ces dernières semaines, les marchés avaient commencé à évaluer une politique plus sévère de la Fed pour lutter contre l'inflation, mais le spectre d'une crise a inversé cette tendance, ce qui a été visible dans les mouvements de grande ampleur du rendement du Trésor à 2 ans. **Nous pensons que la Fed restera déterminée à lutter contre l'inflation, mais qu'elle devra également évaluer l'impact de la crise actuelle et ses retombées potentielles, car le scénario macroéconomique reste fragile et l'évaluation globale n'est pas aisée compte tenu de l'effet à retardement des mesures de politique monétaire sur l'économie.**

**Nous pensons que la faillite de SVB contribuera au resserrement des conditions financières et aggravera le problème des liquidités.** Avec une pression accrue sur les valorisations des actions bancaires, les banques pourraient devenir de plus en plus conservatrices dans leurs pratiques de prêt et mettre davantage l'accent sur les liquidités.

**Cela pourrait conduire la Fed à se montrer moins sévère que prévu la semaine dernière dans sa trajectoire de hausse,** car les conditions financières se sont déjà resserrées, et cela a un impact à retardement sur la croissance qui n'est pas encore complètement visible. La Fed a pris la situation au sérieux et a agi pour protéger le marché obligataire et éviter un effondrement majeur.

### Mouvements de grande ampleur du rendement du Trésor à 2 ans



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 13 mars 2023.

## AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. L'Amundi Institute regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.

### Découvrir Amundi Institute



### Définitions

- **Titre adossé à une hypothèque d'agence** : Les Agency MBS sont créés par l'une des trois agences suivantes : Government National Mortgage Association (connue sous le nom de GNMA ou Ginnie Mae), Federal National Mortgage (FNMA ou Fannie Mae), et Federal Home Loan Mortgage Corp. (Freddie Mac). Les titres émis par l'une de ces trois agences sont appelés MBS d'agence.
- **ALM** : Asset and liability management (gestion des actifs et des passifs). Il s'agit de la pratique consistant à gérer les risques financiers qui découlent de l'inadéquation entre les actifs et les passifs dans le cadre d'une stratégie d'investissement en comptabilité financière.
- **Points de base (pb)** : Un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **MBS, CMBS, ABS** : Titre adossé à une hypothèque (MBS), titre adossé à une hypothèque commerciale (CMBS), titre adossé à un actif (ABS).
- **Durée** : La durée est une mesure de la sensibilité du prix (la valeur du capital) d'un investissement à revenu fixe à une variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.
- **Fonction de réaction de la politique monétaire** : Une fonction qui donne la valeur d'un outil de politique monétaire qu'une banque centrale choisit, ou qu'il lui est recommandé de choisir, en réponse à un indicateur de la situation économique.
- **Le resserrement quantitatif (QT)** : Le QT est une politique monétaire de resserrement visant à réduire les liquidités dans l'économie. Cela signifie que la banque centrale réduit le rythme de réinvestissement du produit des obligations d'État arrivant à échéance. Cela signifie également que la BC peut augmenter les taux d'intérêt afin de réduire la masse monétaire.
- **Volatilité** : Mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

### Informations importantes

**Investir comporte des risques de perte en capital.** Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du **13 mars 2023**. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **14 mars 2023**.

DDocument émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Société de gestion de portefeuille réglementée par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

#### Rédacteurs en chef

##### Monica DEFEND

Directrice de l'Amundi Institute

##### Vincent MORTIER

Directeur des Gestions du Groupe

##### Matteo GERMANO

Directeur adjoint des Gestions du Groupe