

Silicon Valley Bank – Que se passe-t-il ?

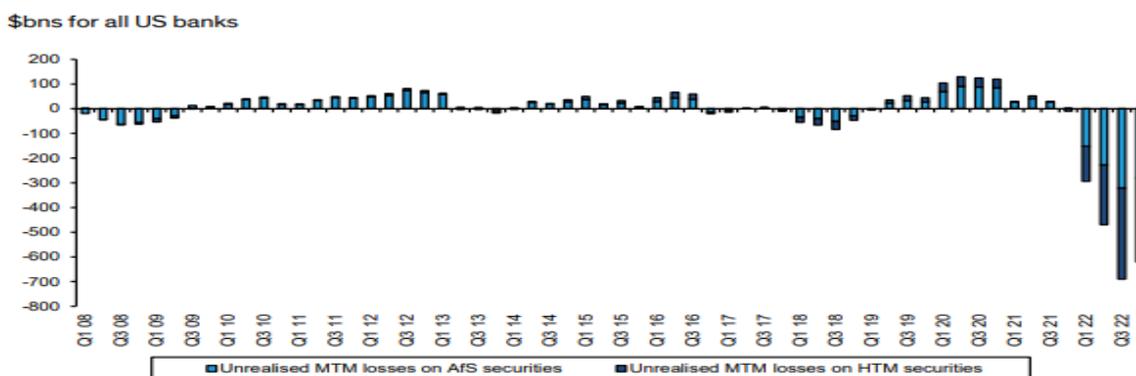
Les banques réclament des taux plus élevés depuis près d'une décennie. Il est paradoxal que, maintenant que leurs souhaits se réalisent, des risques semblent se manifester sur le secteur bancaire en raison de la hausse des taux. Nous essayons d'expliquer la situation dans cette note.

Si nous voulons simplifier à l'extrême, les banques sont comme un investisseur obligataire : elles sont heureuses de voir les taux augmenter parce que cela conduira à un rendement plus élevé pour les nouvelles émissions, mais elles doivent gérer le mark-to-market plus faible des obligations qu'elles détiennent lorsque les taux augmentent. Les banques disposent d'une très grande variété d'outils pour ce faire : gestion complémentaire de l'actif et du passif, produits dérivés, lignes de liquidité d'urgence, etc. Mais elles le gèrent différemment, avec plus ou moins de risques et des stratégies plus ou moins bonnes.

Les taux augmentent depuis un an, mais curieusement, il a fallu un krach sur les cryptomonnaies pour que les investisseurs se souviennent du problème. Une banque crypto, Silvergate, avait un profil de liquidité très agressif avec des dépôts de clients en cryptomonnaies et des obligations d'État comme actifs. De toute évidence, ces actifs représentaient un risque de crédit solide, mais avec des taux plus élevés, le prix a chuté. C'est très bien si vous pouvez conserver votre position, mais avec les différents scandales liés aux cryptomonnaies (y compris FTX), Silvergate a connu des flux sortants et a dû vendre son portefeuille et constater ses moins-values, ce qui l'a conduit vers la faillite.

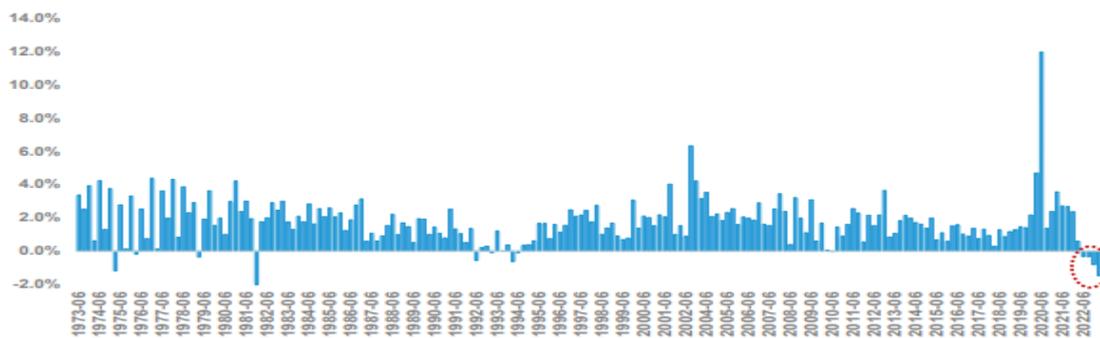
Hier, une situation similaire, bien que beaucoup moins grave, s'est produite à la Silicon Valley Bank, une banque dont ses clients sont majoritairement investis dans le capital-risque du secteur technologique. L'action a chuté de 60 % après que la banque a annoncé des sorties de dépôts de 5 milliards de dollars et la vente de 21 milliards de dollars de titres, afin de couvrir une perte de 1,8 milliard de dollars.

Cette situation a été exacerbée par une publication de la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) montrant les niveaux globaux de pertes latentes dans le système bancaire américain, combinés aux premières sorties de dépôts depuis très longtemps (une conséquence évidente des changements de politique monétaire).



Source : FDIC

QoQ growth in seasonally adjusted US bank deposits



Source: Federal Reserve

Cela montre que dans ce nouvel environnement financier, les banques se feront à nouveau concurrence pour les dépôts et que les banques ayant un faible niveau de dépôt, des financements moins diversifiés ou une mauvaise gestion des taux d'intérêt seront en difficulté.

Quelle est la situation en Europe et pour les grandes banques ?

SVB est une banque plutôt atypique

Avant d'examiner la situation au niveau mondial, il convient de souligner la spécificité de la Silicon Valley Bank et la façon dont la banque s'est développée post-Covid. Les dépôts sont passés de 61 milliards de dollars au quatrième trimestre 2019 à 189 milliards de dollars au quatrième trimestre 2021. Cet argent supplémentaire a été principalement utilisé pour doubler la taille du portefeuille de prêts à 66 milliards de dollars, mais aussi pour augmenter le portefeuille d'obligations HTM (hold to maturity) de 13,5 milliards de dollars au quatrième trimestre 2019 à ... 99 milliards de dollars au quatrième trimestre 2021 ! Cela s'est fait sur les niveaux de marché les plus hauts, surtout avec des ABS à 10 ans et plus. Comme l'histoire bancaire l'a montré à maintes reprises, la croissance exponentielle est rarement une bonne idée dans le secteur bancaire et cette opération n'a pas fait exception à la règle.

Quel est le problème pour les autres banques ?

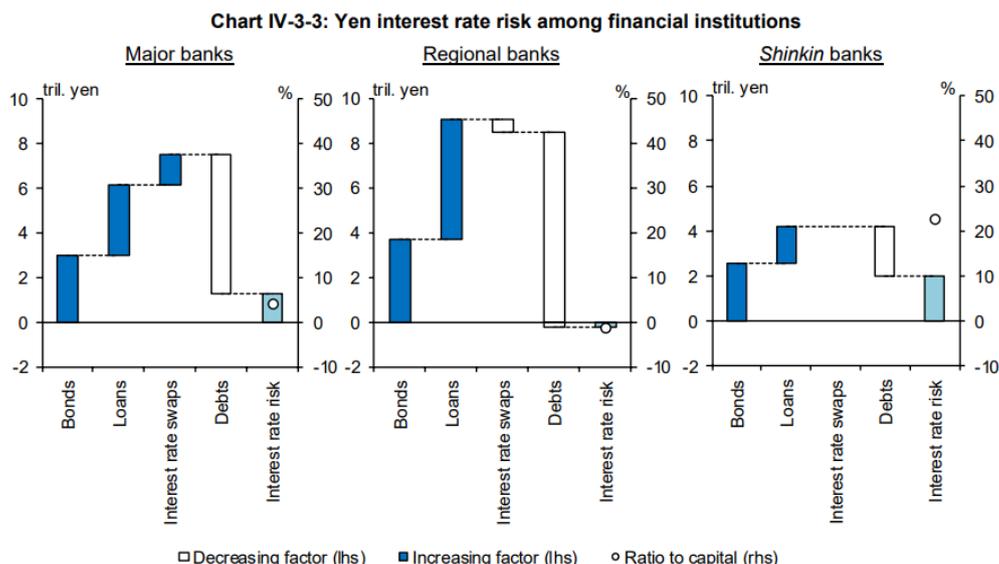
Naviguer dans le bilan d'une banque peut ressembler à un labyrinthe. Il est donc utile de simplifier les types d'actifs qu'une banque peut posséder et leurs conséquences sur le risque de taux d'intérêt.

- Les obligations destinées aux opérations de trading voient la variation de leur valeur directement comptabilisée dans le compte de résultat. Elles ne posent pas de problème car elles sont reflétées à leur valeur de marché dans le bilan d'une banque.
- Les obligations détenues en tant que « disponible à la vente » (Available for sale) ou une catégorie comptable similaire, sont comptabilisées sur la base de la valeur de marché : les variations de valeur n'entrent pas dans le compte de résultat mais impactent uniquement les capitaux propres. L'impact réglementaire des variations de prix varie selon les juridictions, par exemple aux États-Unis, elles peuvent être filtrées hors du CET1 (ce qui donne une image plus positive de la solvabilité), alors qu'en Europe, elles sont directement intégrées au CET1 et les banques subissent l'impact sur le capital si les taux augmentent. En fonction du choix

réglementaire, on obtient soit des ratios de capital plus stables, soit des ratios plus conservateurs.

- Les obligations détenues jusqu'à l'échéance (Held to maturity), ou une catégorie comptable similaire, ne voient pas la variation de leur valeur de marché reflétée dans le compte de résultat, les capitaux propres ou les fonds propres réglementaires. Les banques européennes ont eu davantage recours à cette catégorie après l'adoption de la norme IFRS9 afin de réduire la volatilité de leur capital, en particulier celle de leur portefeuille d'obligations.
- Les prêts ont le même traitement comptable et réglementaire que les obligations détenues jusqu'à l'échéance mais les prix du marché ne sont pas facilement observables.

Toutefois, lorsque l'on raisonne en termes de risque de taux d'intérêt, cela ne suffit pas, car il faut tenir compte de la situation du passif (dépôts, financement obligataire, etc.) et des couvertures (swaps de taux d'intérêt). Si vous détenez une obligation souveraine italienne à 10 ans, vous subirez des pertes latentes très importantes lorsque les taux augmenteront, mais les gains associés à la couverture d'un swap de taux rendront l'impact économique global beaucoup plus faible, voire positif en fonction de l'évolution des spreads de crédit. Pour comprendre l'importance de ces effets, il est utile d'examiner les données récentes de la Banque du Japon (probablement le pays où ce risque est le plus aigu). Les banques des différentes régions utiliseront des stratégies différentes (plus de couvertures ou plus de couverture du passif), mais le message est toujours le même : le risque brut (obligations, prêts) est bien plus élevé que le risque net - sauf lorsque les banques ne gèrent pas le risque correctement.

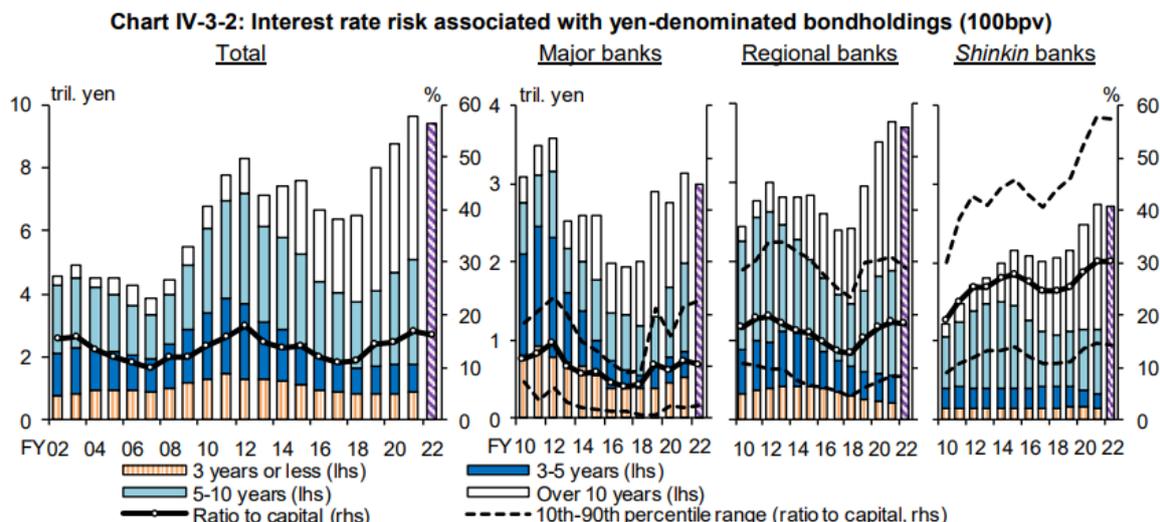


Source : Bank of Japan

Comment le risque peut-il être suivi ?

Ce sujet est aussi vieux que le système bancaire. Les banques existent pour prendre et gérer trois risques : le risque de crédit, le risque de liquidité et le risque de taux d'intérêt. Il n'est donc pas surprenant que les régulateurs aient conçu un outil pour mesurer et contrôler ce risque, appelé "Interest Rate Risk in The Banking Book" (IRRBB). Les informations sont disponibles et abondantes. Les autorités de surveillance ont conçu des chocs de taux d'intérêt (par exemple une augmentation parallèle des taux) et en calculent l'impact sur la valeur économique des fonds propres d'une banque. Cela inclut les obligations, les prêts, les dettes et les couvertures.

Si l'on se tourne à nouveau vers le Japon, on obtient une bonne vue intuitive de la situation du marché. Dans l'ensemble, les banques présentent un risque d'environ 15 % de leurs fonds propres en cas de choc parallèle (hausse similaire sur toute la courbe des taux), mais la situation est très différente pour les grandes banques systémiques (10 %) et les prêteurs régionaux ou spécialisés (certains présentent un risque allant jusqu'à 40 % de leur CET1).



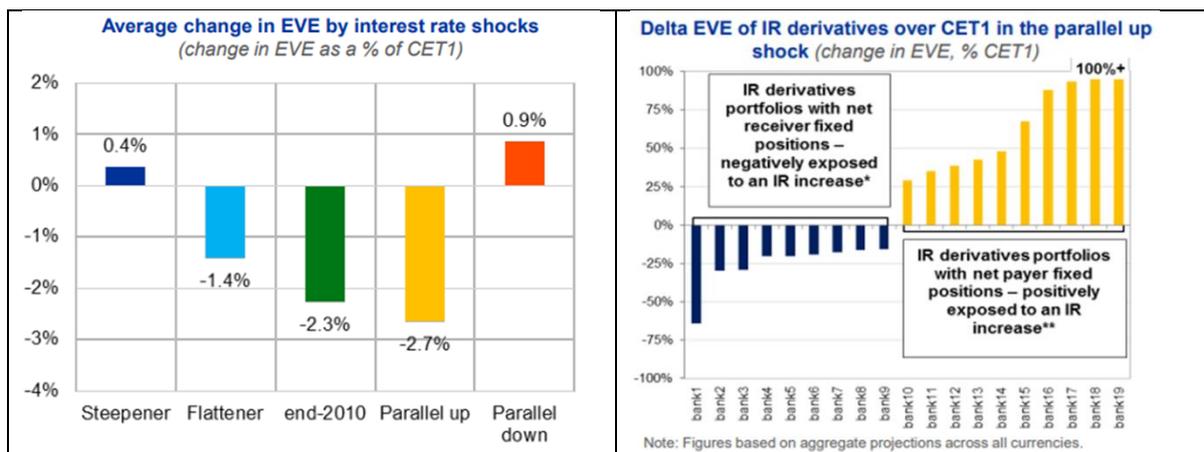
Note: 1. Interest rate risk is a 100 basis point value in the banking book. Convexity and higher order terms are taken into account. The data for fiscal 2022 are estimated as at end-August 2022.

2. "Ratio to capital" is calculated using common equity Tier 1 (CET1) capital for internationally active banks from fiscal 2012 onward, core capital for domestic banks from fiscal 2013 onward; and Tier 1 capital for all others (excluding the transitional arrangements).

Source: BOJ.

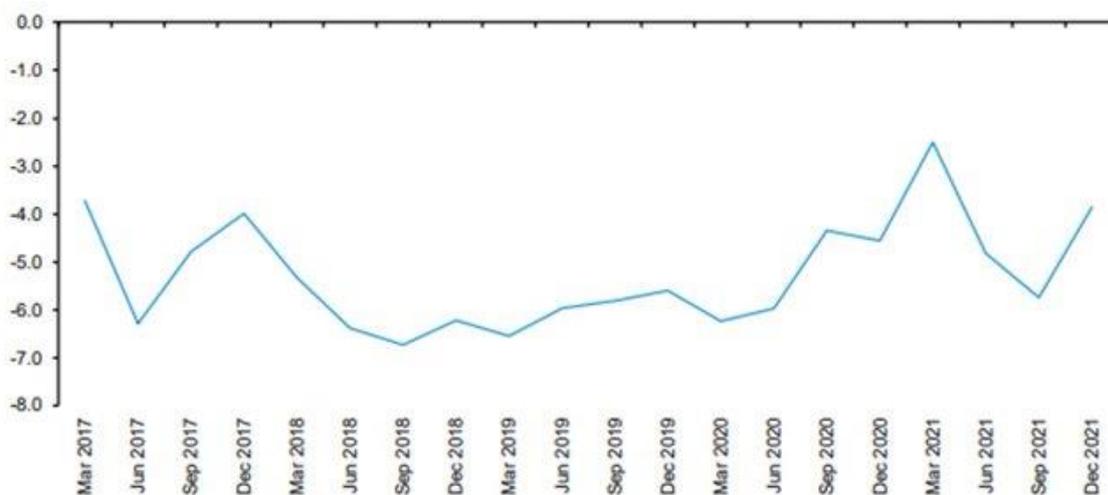
Source : Bank of Japan

La situation est similaire en Europe pour les grandes institutions. Il n'y a pas si longtemps, le SSM a effectué une analyse de scénario sur ce risque. Les chiffres globaux sont donnés ci-dessous et montrent un risque bien plus faible qu'au Japon : seulement 2,7 % du CET1. Le deuxième graphique illustre l'importance des couvertures en Europe : il ne suffit pas de regarder les montants des obligations, car la contribution des couvertures dans un scénario de choc parallèle représente souvent plus de 100 % du CET1 de la banque !



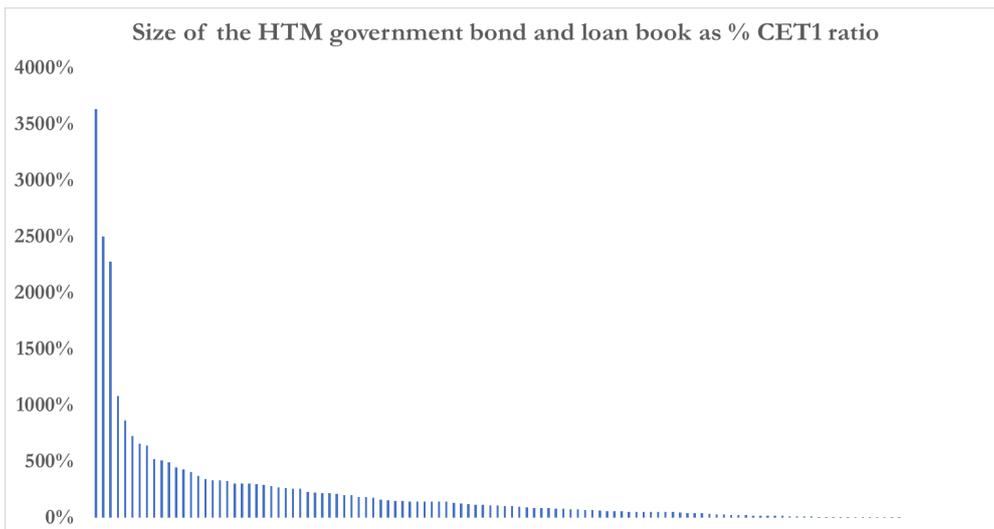
Source : ECB

Les récents rapports de la BCE sur la stabilité financière confirment également qu’il ne s’agit pas d’une situation inhabituelle, puisque le risque global de taux d’intérêt est resté relativement stable au fil du temps (ce graphique utilise un échantillon différent de banques).

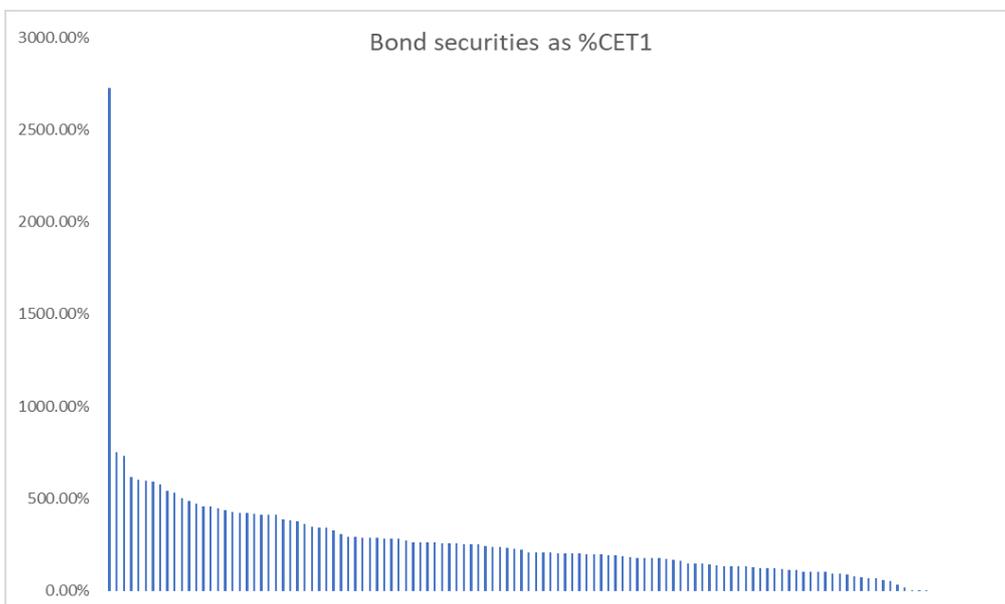


Source : ECB

Il est donc parfaitement possible, en utilisant les données de transparence de l'Autorité bancaire européenne (ABE), de connaître la quantité d'obligations détenues par chaque banque. Il est même possible de répartir la durée de ces portefeuilles et de voir qui est le plus exposé à long terme, ou qui a utilisé la comptabilité AFS par rapport à la comptabilité HTM pour vérifier qui présente des ratios CET1 conservateurs (avec les pertes non réalisées incluses) ou des ratios CET1 stables (sans les pertes non réalisées incluses).



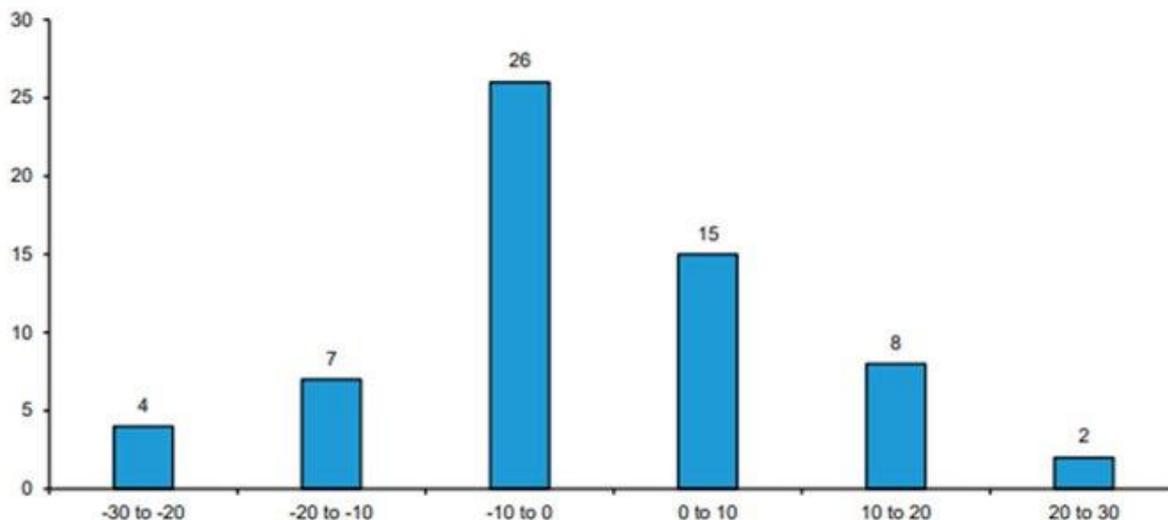
Source : Axiom AI, ECB



Source : Axiom AI, ECB

Mais en fin de compte, ce n'est pas ce qui importe, car les couvertures et les passifs associés à ces expositions détermineront l'impact économique - et les impacts comptables et réglementaires si la banque est un vendeur forcé. Heureusement, nous disposons également d'informations individuelles sur le risque de taux d'intérêt économique combiné. Globalement, la répartition de l'impact des points de base CET1 en Europe pour un choc parallèle est présentée ci-dessous. Même les valeurs extrêmes ont une sensibilité au risque de taux d'intérêt parfaitement gérable.

Nombre de banques



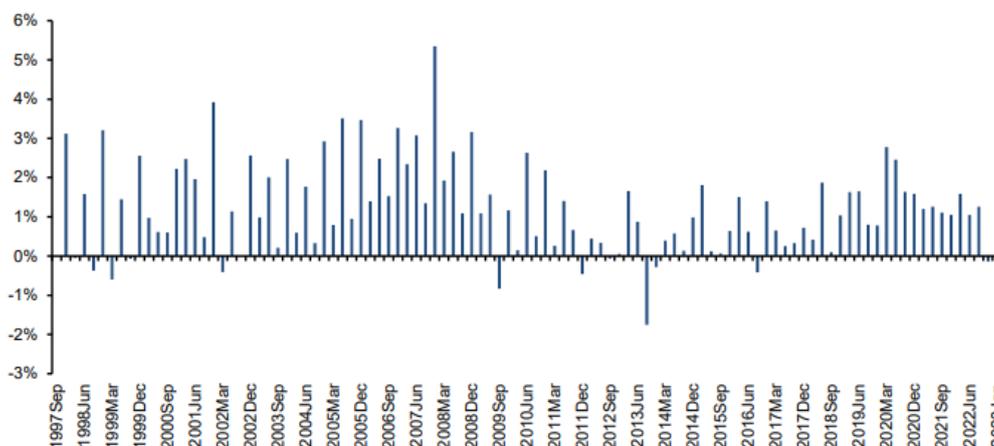
Source : ECB

Impact CET1 en bps

Comme expliqué ci-dessus, il est également important de se rappeler que les pertes non réalisées ne posent un problème que lorsqu'elles doivent être réalisées, ce qui ne se produit généralement qu'en cas de crise de liquidité. Il existe des différences significatives entre l'Europe et les États-Unis ou entre les grandes banques systémiques et les banques régionales aux États-Unis.

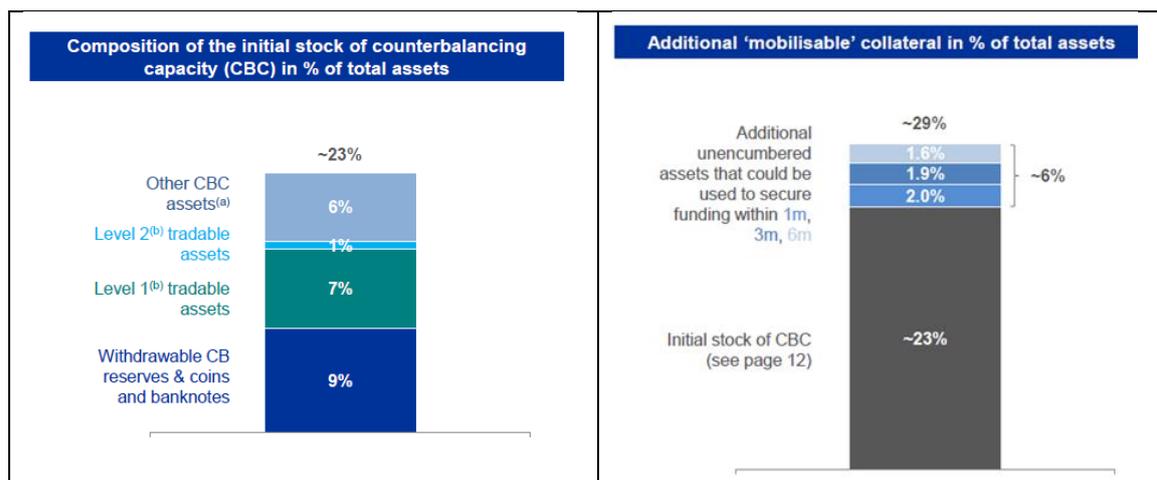
- Le rythme du QT (quantitative tightening) est sensiblement différent aux États-Unis et en Europe, ce qui signifie que les sorties de dépôts seront également plus lentes.
- Il existe davantage d'alternatives aux dépôts bancaires aux États-Unis qu'en Europe, avec un important secteur de fonds du marché monétaire (y compris avec une valeur liquidative garantie) et des bons du Trésor américain facilement disponibles pour les particuliers.
- L'UE n'a pas connu le même pic de dépôts que les États-Unis pendant la crise du Covid, de sorte que le risque d'un retournement brutal est plus faible, selon nous.

QoQ change in Eurozone banks' deposits



Source : ECB

Le financement par les banques centrales est beaucoup plus accessible dans la zone euro qu'aux États-Unis, avec un éventail beaucoup plus large de garanties acceptées et des facilités d'urgence (ELA) également disponibles. Cela a été bien démontré dans le stress test à la crise de liquidité du SSM de 2019, qui a expliqué la résistance à la crise de liquidité du secteur en partie grâce à cet effet. La capacité de contrebalancement (c'est-à-dire les actifs facilement disponibles pour atténuer une crise de liquidité) est très élevée, les derniers 6 % d'"Autres CBC" étant spécifiques à l'Europe en raison de règles ad hoc en matière de garanties. Le SSM a également montré que 6 % supplémentaires de "Additional CBC" pourraient être disponibles, ce qui porterait le total à 29 % du bilan, un montant énorme.



Source : ECB

Conclusion

Malheureusement, il est assez courant que les investisseurs réagissent de manière excessive aux nouvelles concernant une banque spécifique, en partant du principe que toutes les banques sont identiques. La vérité est que le risque de taux d'intérêt et les fuites de dépôts sont des questions très connues et que les banques les gèrent très différemment. Nous pensons que :

- L'ordre de rattachement de ce risque, du plus élevé au plus faible, est le suivant : Japon > États-Unis > Europe.
- Les dépôts sont plus stables en Europe et le risque de liquidité est plus faible.
- Les banques de l'UE recourent beaucoup aux opérations de couverture, ce qui rend les pertes non réalisées sur les obligations moins importantes.
- Les grandes banques systémiques ont un risque IRRBB plus faible que les banques plus petites et moins sophistiquées.
- Il existe des "poches" de risques individuels, mais l'information est abondante et il est possible d'identifier les institutions les plus risquées.



Jérôme Legras

Head of research

Jérôme a travaillé 12 ans à la Société Générale en tant que Responsable adjoint de l'activité « Structured Capital Finance ». Il a travaillé auparavant au CCF (puis HSBC France) comme ingénieur financier au sein de la Direction de la Recherche et de l'Innovation, principalement sur la mesure quantitative du risque et la valorisation de produits dérivés. Il a rejoint Axiom Alternative Investments en janvier 2013.

Jérôme est diplômé de l'École Polytechnique (X93) et de l'ENSEA

Avertissement

Ce document est établi par Axiom Alternative Investments. Il est réservé uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers 2014/65/UE, agissant pour compte propre ou agissant pour compte de tiers dans la mesure où les décisions d'investissements relèvent de leur propre discrétion.

Axiom Alternative Investments est une société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°GP-06000039.

Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une quelconque valeur contractuelle. Toute souscription devra être effectuée après avoir pris connaissance du prospectus de l'OPCVM, disponible sur simple demande auprès d'Axiom Alternative Investments.

Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription de ce produit. Toutefois en cas de souscription, l'investisseur doit obligatoirement consulter le prospectus de l'OPCVM afin de prendre connaissance de manière exacte des risques encourus notamment le risque de perte en capital et le cas échéant, le risque de liquidité des actifs sous-jacents. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction.

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée sont interdites sans l'autorisation préalable de Axiom Alternative Investments.