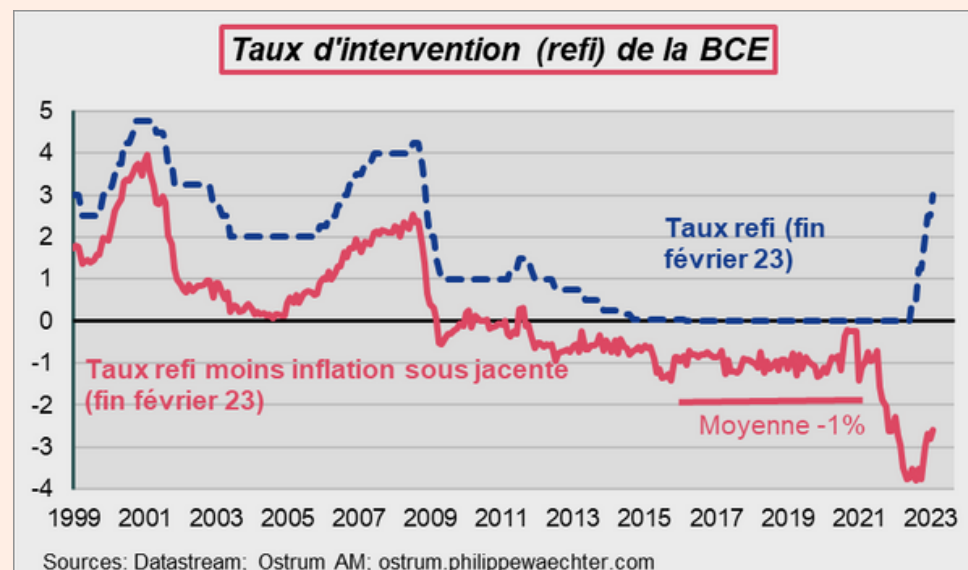




## LES CLEFS DE LA SEMAINE



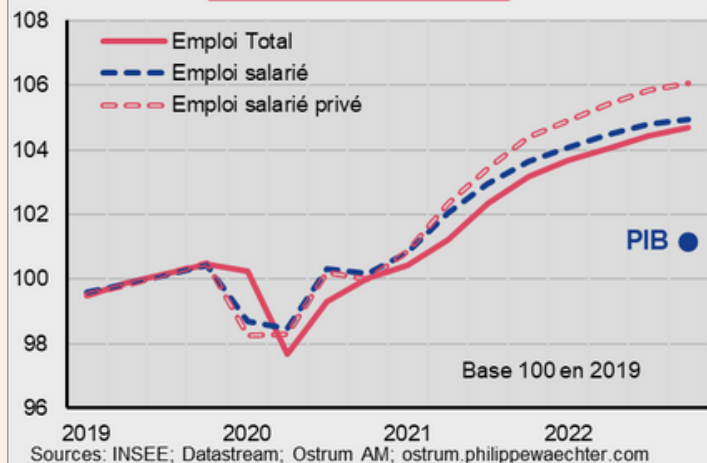
- **La France, l'Emploi et la Productivité (Page 2)**
- **Silicon Valley Bank - Quel risque de contagion ? (Page 3, 4, 5 et 6)**
- **Cette semaine: Réunion de la BCE**





## LA FRANCE, L'EMPLOI ET LA PRODUCTIVITÉ

### Emploi en France



**L'emploi en France continue de progresser rapidement à la fin de l'année 2022.**

L'emploi total est en hausse de 77 300 emplois sur le dernier trimestre, de 439 000 par rapport au dernier trimestre 2021 et de 1 206 000 par rapport au dernier trimestre 2019, avant la crise sanitaire.

En relatif, **l'emploi salarié privé** a augmenté encore plus vite car, sur une base 100 en 2019, cet indicateur est à **106.1** au dernier trimestre 2022. Pour l'ensemble de **l'emploi salarié**, il est à **104.95** et pour **l'emploi total** il est à **104.7**. Ces progressions sont beaucoup plus rapides que celle du **PIB** qui n'est qu'à **101.2** à la fin 2022.

C'est la grande difficulté du cycle actuel puisque la productivité recule nettement par rapport à l'avant crise sanitaire. **La France produit moins par emploi qu'en 2019.**

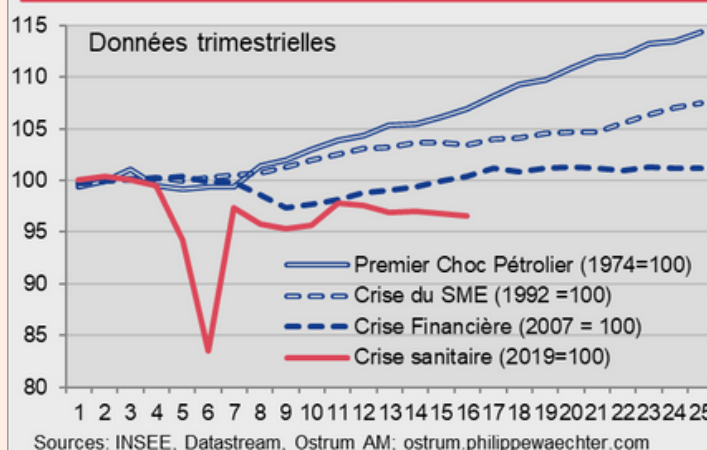
Cette tendance avait presque été constatée après la crise financière. Ce n'était en revanche pas le cas après la récession associée à la crise du SME en 1992 ni celle résultant du premier choc pétrolier. Dans ces deux derniers cas, l'économie française avait été en capacité à produire davantage et donc à dégager des marges de manœuvre pour pouvoir choisir davantage ce qu'elle peut faire et ce qu'elle veut faire.

Cette problématique est une **spécificité française**. Une comparaison rapide avec la zone euro, l'Allemagne et les États-Unis suggère que la France fait nettement moins bien que ses partenaires.

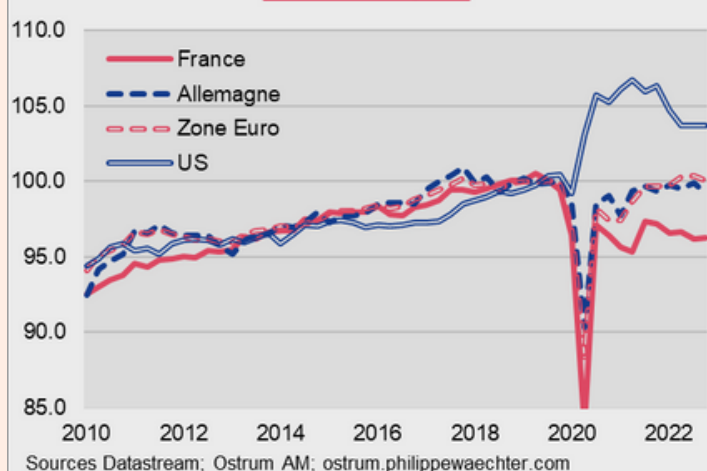
L'économie française a des **degrés d'adaptation qui sont moindres que ses partenaires** et compétiteurs. Faut-il alors s'étonner de la dérive de la dette publique pour combler ses manques de marge de manœuvre.

On ne dispose pas encore d'une théorie explicative de la particularité française: l'emploi progresse vite, la production est faible mais les entreprises veulent encore recruter fortement.

### Profil de la productivité après chaque récession (Indice rebasé à 100 l'année précédant la récession)



### PIB sur Emploi





## SILICON VALLEY BANK - QUEL RISQUE DE CONTAGION ?

La faillite de la banque **Silicon Valley Bank** (SBV) a mis en émoi à la fin de la semaine dernière. Lorsqu'une banque fait défaut, chacun s'interroge sur la robustesse de sa propre banque. C'est cet effet de contagion que les banques centrales veulent immédiatement réduire. L'objectif est de circonscrire le risque très rapidement. C'est ce qu'a fait la Federal Reserve américaine en prenant le contrôle de SBV dès l'annonce de ses difficultés.

Cependant, une faillite bancaire fait vite remonter les souvenirs de la **grande crise financière de 2007/2008**.

A l'époque le système bancaire et financier américain avait pris l'eau de toute part. Les banques étaient coupables d'avoir accepté des crédits immobiliers trop risqués, la titrisation avait permis de distribuer ces crédits risqués dans le monde entier, les banques d'affaires avaient mis en œuvre des opérations avec des effets de levier considérables et tout un tas d'autres éléments que l'on découvrait au fur et à mesure comme les assureurs de crédit.

Les **chocs endogènes subis par le système bancaire et financier américain reflétaient une responsabilité collective**. D'Alan Greenspan, le président de la Fed, à la petite agence bancaire de l'Ohio ou du Montana, chacun avait une responsabilité. Peu de voix s'étaient élevés pour pointer le risque collectif qui s'installait. (On peut lire avec intérêt la communication de Ragu Rajan à Jackson Hole en 2005)

Pour qu'il y ait contagion d'un choc financier, il faut qu'il y ait un support, un mécanisme qui diffuse le choc. Il y a l'effet moutonnier que j'évoquais plus haut, qui est très important et qui reflète la psychologie de chacun face à une rupture.

En **2008**, il y a eu potentiellement **trois sources de contagion** et de diffusion du choc financier. Le premier repose sur un instrument qui est la titrisation, le second est l'impact de la rupture du réseau d'une grande banque de marché. La troisième était une panique bancaire plus classique.

### **La titrisation, première source de contagion en 2007/2008**

Dans la construction de la **dynamique immobilière** américaine au début des années 2000, la **titrisation** a eu un rôle majeur. Les banques sortaient alors les crédits de leur bilan et les refinançaient en créant des produits de plus petite taille et de risques différenciés. Ces produits ont pu et ont été **distribués** dans le **monde entier**.

Lorsque le risque associé aux crédits **subprimes** a surgi, les investisseurs ayant acheté ces produits de titrisation n'ont pas pu discriminer entre les crédits portant un **bon risque** et ceux portant un **mauvais risque**. En conséquence, le prix des produits titrisés s'est effondré tant aux USA que dans le reste du monde. **La contagion a été immédiate**, provoquant des difficultés dans tous les systèmes bancaires mondiaux car les portefeuilles des banques ne pouvaient plus être correctement valorisés.

**Avec SVB, rien de tel. Il n'y a pas d'outil favorisant la contagion.**



## SILICON VALLEY BANK - QUEL RISQUE DE CONTAGION ?

### La banque Lehman était une banque de marché

La banque Lehman était une **banque de marché**, avec des liens financiers partout dans le monde. Quand elle a fait défaut, l'ensemble de ces contreparties ont été en difficulté. Un peu auparavant, la banque **Bear Stearns** qui avait été en grande difficulté un peu avant avait été reprise par JP Morgan sans effet de contagion.

La reprise de Lehman par une banque anglaise avait échoué parce que la Banque d'Angleterre n'avait pas voulu être aussi souple dans les règles de rachat que la Fed pour Bear Stearns. La seule issue avait été le défaut. Mais tout le monde convenait alors que c'était la moins bonne solution sans pour autant imaginer les effets spectaculaires qui en résulteraient sur le système financier mondial.

**SVB n'était pas une banque de marché** avec les multiples connexions qui y sont associées. Il n'y a pas eu d'alerte dans toutes les salles de marché du monde lorsque SVB a fait faillite.

### La ressemblance c'est avec Northern Rock

S'il y a une ressemblance avec un épisode de la crise financière, c'est avec **Northern Rock**. C'était une banque mutuelle britannique sur le marché de l'immobilier qui a été incapable de rouler sa position sur des financements courts. En octobre 2007, elle s'est retrouvée dans l'incapacité de tenir ses engagements.

La situation de SVB a quelque chose de similaire. La banque a reçu du cash de ses clients qu'elle a investi en actifs du trésor US alors que les taux d'intérêt étaient très bas. Jusque là rien de particulier.

**Deux choses changent** récemment:

- 1- la tech va moins bien** et les entreprises clientes veulent récupérer leurs dépôts pour continuer de fonctionner et d'investir
- 2- les taux d'intérêt sont plus élevés** en raison de l'inflation et de la politique de la Fed. La hausse des taux se traduit par une baisse du prix des actifs associés et donc par un recul de la valeur du portefeuille. La banque n'a plus les liquidités suffisantes pour faire face aux retraits.

Le facteur déclenchant de la crise a lieu lorsque SVB cherche à lever des liquidités et n'y arrive pas. Elle perd la confiance des investisseurs.

Cette situation s'est traduite par une panique bancaire comme avec Northern Rock. A l'époque, **pour éviter la perception d'un risque collectif, le Banque d'Angleterre avait nationalisé la mutuelle britannique**. D'un seul coup, le risque collectif était pris en charge par les autorités monétaires anglaises. La panique collective s'est arrêtée très vite.



## SILICON VALLEY BANK - QUEL RISQUE DE CONTAGION ?

La **Federal Reserve et le FDIC** (garantie des dépôts) **ont agi de la même façon**. La banque a été prise en charge par les autorités monétaires US et **dès le lundi matin l'ensemble des dépôts étaient garantis**. Le risque spécifique à SBV a été pris en charge afin de réduire le risque collectif.

Il y aura forcément des répliques car il y a des banques similaires à SBV comme First National. et cela se traduira et s'est déjà traduit par une défiance des investisseurs. Mais cela ne devrait être qu'une dynamique de court terme.

### Les risques associés à la faillite de SVB

#### La Fed aux avant-postes

La **hausse des taux d'intérêt** sur les actifs du Trésor US a **dévalorisé le portefeuille** des banques et la plupart des banques sont pénalisées.

Si, comme pour SVB, les clients voulaient récupérer leurs dépôts, on pourrait s'attendre à une série de difficultés liées au manque de liquidités.

C'est pour cela que la **Fed** a sorti un **nouvel instrument**, le Bank Term Funding Program (BTFFP) dont l'objectif est d'**apporter des liquidités** aux institutions financières (banques, caisses d'épargne,...) qui se retrouveraient dans la situation de SVB. Les liquidités fournies viendraient alors en contrepartie du portefeuille détenu en actifs du Trésor.

Ce risque ne s'observera pas pour toutes les banques mais c'était une crainte en raison de l'exposition de toutes les institutions bancaires au risque lié à la remontée des taux d'intérêt.

La Fed permet ainsi de **réduire encore davantage** le risque de contagion. On pourra juste arguer que ces mesures ex post et qui peuvent paraître excessives sont aussi la contrepartie de la dérèglementation mise en œuvre par l'administration Trump. **Le contrôle se fait désormais après l'apparition du risque et non en prévention de celui-ci**. C'est pour cela que Joe Biden a appelé à une modification de la réglementation bancaire US.

En **zone Euro**, le contrôle est davantage dans la prévention du risque que dans le sauvetage du système après l'irruption de celui-ci. C'est une vraie différence qui rassure l'Europe.

#### La question de la hiérarchie des objectifs pour la banque centrale

La Federal Reserve a deux types d'objectifs. Le premier est cyclique et a deux dimensions, la stabilité des prix et le plein emploi, le second est la stabilité financière.

La partie qui est en train de se jouer porte sur l'arbitrage entre ces deux types.

On sait la **Fed archoutée sur la question de l'inflation**. Depuis plusieurs mois, elle a remonté son taux d'intérêt de référence afin d'infléchir la trajectoire de hausse des prix. Le sentiment d'une victoire sur l'inflation se lisait dans les déclarations de Powell qui évoquait en janvier des signaux de désinflation.



## SILICON VALLEY BANK - QUEL RISQUE DE CONTAGION ?

Les statistiques publiées depuis ont laissé penser qu'un nouveau tour de vis serait nécessaire pour infléchir la trajectoire des prix. Il était évoqué une nouvelle hausse de 50 points de base lors de la réunion des 21 et 22 mars.

Avec SVB, la situation a changé.

Après **la crise financière de 1907**, la nécessité de créer la banque centrale américaine s'est appuyée sur l'obligation de **disposer d'un prêteur en dernier ressort**. C'est le rôle premier de la banque centrale US.

Dans le cas de SVB, elle joue pleinement son rôle avec les mesures mises en œuvre. Elle privilégiera ce risque à celui directement associé à l'inflation. C'est pour cela qu'elle pourrait passer son tour lors du prochain FOMC.

Elle a malgré tout un risque de crédibilité si les incertitudes sur la stabilité financière se prolongeaient. L'inflation sous jacente plus élevée qu'attendue en février pourrait faire remonter les taux d'intérêt de long terme.

Pour la BCE, l'impact de la faillite SVB devrait être très faible n'empêchant pas la banque centrale de remonter ses taux de référence de 50 points de base lors de la réunion du 16 mars.

### En guise de conclusion

**Le risque de contagion de la faillite de SVB est limité.** La Federal Reserve a mis en œuvre des mesures drastiques pour compenser ex post les mesures qui n'ont pas été prises en prévention en raison de la déréglementation financière souhaitée par Trump.

La contagion ne pourrait être portée que par des instruments qui pénaliseraient les autres banques US et dans le reste du monde. Or contrairement à la grande crise financière **ces instruments n'existent pas** et la Fed fait le nécessaire pour que la **composante psychologique** de choc financier soit la plus réduite possible. La psychose d'une crise bancaire similaire à celle de 1930/1931 n'aura pas lieu a priori.

**Le risque sur la stabilité financière a provoqué une ruée sur les taux longs de la part des investisseurs. Les taux ont baissé de façon spectaculaire.** L'allure que ces taux prendront sera une mesure de la crédibilité de la Fed tant sur la stabilité financière que sur sa lutte contre l'inflation.