

Notes de conjoncture – janvier 2011

L'inflation bienvenue ?

Le FMI a estimé que les mesures de redressement budgétaire réduiront la croissance des PIB — **Graphique A ci-dessous** — d'un peu plus de 1 % l'an. En Occident, purger les endettements excessifs pourrait conduire à une croissance anémique durable, à la « lost decade » évoquée par Jean-Claude Trichet. Cependant, si les Américains persistent à faire financer une part de leur dette publique par leur banque d'émission nous serons entrés dans une nouvelle phase. La précédente avait, aux États-Unis, connu une désépargne des particuliers sans précédent. L'impôt ne pouvant, sans briser la croissance, permettre à l'État de se désendetter on recourrait à l'antique méthode de nos rois : rogner la valeur de la monnaie, sans aller jusqu'à répudier la dette ce que la France avait fait huit 8 fois entre 1500 et 1800, la Grèce maintes fois depuis son indépendance et le Mexique en 1982.

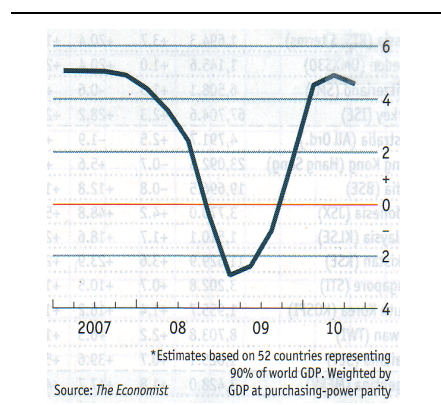
Un courant d'opinion existe depuis longtemps — puissant notamment dans les milieux d'affaires anglo-saxons. Il considère qu'une certaine dose d'inflation est un carburant nécessaire : la dette étant un instrument essentiel du capitalisme, diminuer sa valeur réelle ne peut que satisfaire l'emprunteur. Ce courant peut se réjouir de voir l'inflation repartir au rythme de 5 % l'an en Chine — **Gr B** — ou au Brésil et de 10 % en Inde ou en Turquie ; l'Europe a atteint les 2 % signal d'alerte pour sa banque centrale. Les prix des matières premières — **Gr C** —, baril de pétrole en tête, augmentent (ceux des Bordeaux aussi). La liste des banques centrales qui ont relevé leurs taux d'intervention, de façon très modérée pour l'heure, s'allonge.

Si la politique américaine se confirme elle devrait conduire à un affaiblissement du dollar, notamment contre euro ; ce serait favorable à la croissance américaine dans l'immédiat mais non sans risque à terme alors que la puissance relative de l'économie des USA n'est plus ce qu'elle était et que sa balance extérieure reste déficitaire.

Dans les dernières semaines un autre signal est venu de Washington : Barack Obama (comme il l'a expliqué dans sa biographie) a appris, lorsqu'il était sénateur, l'art du compromis. Il l'a montré dans la gestion de la crise financière : il n'a pas voulu sanctionner les banques à la hauteur de leurs folies pour éviter que nous ne plongeions dans un vrai drame ; la loi de régulation financière votée en décembre, modérée, a confirmé cette attitude ; il vient d'en être de même pour les mesures fiscales décidées d'un commun accord entre le Capitole et Maison Blanche. Le monde des affaires respire.

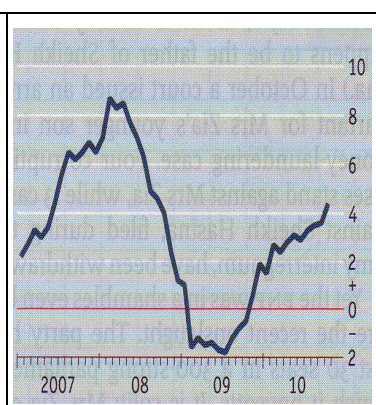
A – Croissance du Pib mondial

Var. annuelle en %



B Chine : Prix à la consom.

% changmt s/ un an *The Economist*



C – Cours du caoutchouc

en yens par kg



Dès lors on en est venu à pronostiquer, pour 2011, une croissance américaine supérieure aux 2 % l'an des prévisions récentes. Autour de 3 % ? Aux Cassandre français il faut rappeler que 2 % a été le taux de croissance du XIXe siècle et qu'en 20 ans — moins d'une génération — il aboutit à une augmentation de près de 50 %. 2 %, si ce n'est pas le miracle ce n'est pas, non plus, le désastre.

La crise récente aura durement discriminé : les pays bien gérés (qui, au premier chef, ont un système éducatif assurant un socle commun de connaissances et de compétences à la quasi-totalité de

leur population : Corée du Sud, Finlande, Suède, Canada, Japon) s'en tirent bien. L'Allemagne aussi qui respecte, éduque et fait participer ses ouvriers. En queue de liste le Portugal et la Grèce. Nombreux sont les exemples de redressements budgétaires forts, poursuivis pendant plusieurs années, qui se sont combinés avec un redémarrage économique substantiel. L'art de gouverner existe donc et il ne faut pas croire que les relations entre grandeurs économiques s'enchaînent automatiquement.

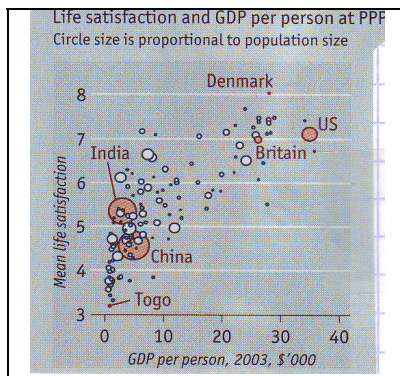
Comme on rapproche souvent 2008 de 1929 il n'est pas inutile de rappeler que les relations entre les puissances de l'époque étaient bien différentes de ce qu'elles sont aujourd'hui. Medvedev invité à une session de l'OTAN à Lisbonne ! Les parlements des États-Unis et de la Russie ratifiant enfin leur traité Start. La Russie se préparant à adhérer à l'Organisation Mondiale du Commerce. La Chine détient des montagnes de \$ et ne peut souhaiter un affaiblissement des USA, lesquels doivent ménager leur grand créancier. Certes les pays facteurs de troubles restent nombreux dans le monde mais si les trublions (Iran, Corée du Nord) abusent de leurs capacités de nuisance, ils finissent par coaliser contre eux les grandes puissances. L'heure est davantage au désarmement, au (difficile) départ de l'Afghanistan qu'aux aventures guerrières engagées voici quelques années.

La gouvernance mondiale, elle aussi, progresse. Certes à pas comptés et toujours moins vite que les entrepreneurs à la recherche de résultats. Les réseaux d'échange poussent les gouvernements à la solidarité. Si un pays s'effondre nombre d'industriels de pays étrangers y perdront des clients et leurs banques ne recouvreront pas leurs créances. Dans une économie mondialisée, pour finir y a-t-il de vrais vainqueurs et de vrais vaincus ?

Dernière remarque de ce premier paragraphe. Les écologistes souhaitent une « autre » croissance et notre Président de la République a demandé à Joseph Stiglitz et Amartya Sen de lui indiquer d'autres indicateurs que le PIB pour guider l'action gouvernementale. Mais le **Graphique D** ci-dessous semble bien indiquer que le degré de satisfaction des individus a un lien direct avec leur niveau de vie. La corrélation est également forte entre PIB et espérance de vie : **GR E**.

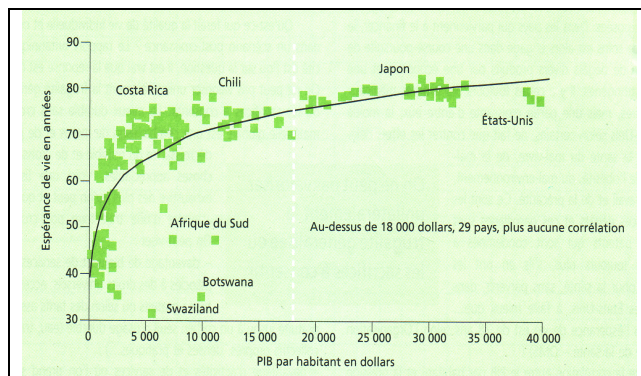
D – Satisfaction et PIB

The Economist



E – Espérance de vie et PIB

The Economist



L'Amérique des compromis

Nicolas Sarkozy doit envier Barack Obama : sa popularité, tombée à un point bas s'est redressée après qu'il ait négocié les compromis entre parlementaires démocrates et républicains évoqués. Les mesures fiscales, tout en prolongeant les indemnités des chômeurs en fin de droit, ont amélioré le moral des décideurs... Nombreux sont les entrepreneurs qui poussent le Président à élargir les accords de libre-échange ; à reprendre les négociations au sein de l'OMC. Moins de 2 ans après sa nationalisation General Motors est revenue en bourse et Ford va nettement mieux. Le Trésor a revendu, avec une plus value de 26 %, la participation qu'il avait dû prendre dans Citygroup.

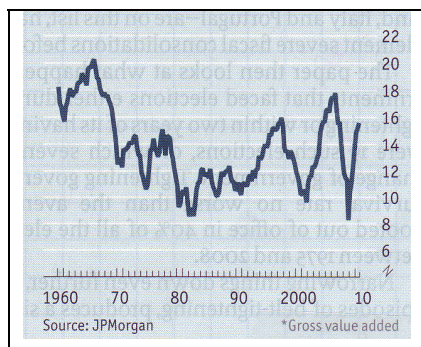
Les profits des sociétés américaines confirment leur reprise — **GR F** ci-dessous. Désormais quelque 33 à 50 % de ces profits viennent des activités à l'étranger (*The Economist* et *Fortune*). Des fusées continuent à s'envoler : ventes d'Apple en 2010 + 50 %, valeur en bourse passée de 100 à 300 milliards \$. En même temps, sur le sol américain, la production industrielle a retrouvé son niveau de 2007 avec nettement moins de personnel ; la productivité a progressé davantage que dans la quasi-

totalité des pays concurrents et les hausses de salaires sont restées modestes. Selon *The Economist* le revenu annuel moyen des ménages américains, en \$ constants, aurait baissé de 7 % en dix ans pour s'établir à 50 000 \$ en 2009.

Cependant les perspectives budgétaires restent sombres. Compte tenu du récent compromis, les recettes fiscales ne devraient guère progresser, les dépenses augmentent et le déficit, loin de se résorber, pourrait bien s'aggraver. On parle à nouveau d'instaurer la TVA.

F – Profits des Stés US

En % de la Gva *



G – part du \$ dans le monde

En % *The Economist*



Que l'Amérique accepte d'affaiblir sa monnaie pour renforcer sa croissance n'est pas nouveau ; qu'un Droit de tirage sur le FMI se substitue au dollar n'est pas pour demain — **GR G** ci-dessus — même s'il se profile à l'horizon. « Nous avons prêté des sommes énormes aux États-Unis. Je suis un peu inquiet et voudrais leur demander d'honorer leurs engagements, de rester une nation en qui on peut avoir confiance et de garantir la sécurité des liquidités chinoises » a déclaré le premier ministre chinois (*Sociétal*, 1^{er} trimestre 2011). Washington a converti en bons du Trésor les 300 milliards de \$ de titres Fannie Mae et Freddy Mac détenus par la Chine qui étaient devenus douteux...

L'Europe dans son hétérogénéité

Les plus récentes prévisions de la BCE pour la zone euro en 2011 sont ternes : PIB + 1,4 % contre 1,7 % en 2010. La nouvelle année, moins brillante que celle qui s'est achevée, restera bonne pour l'Allemagne (+ 2,5 % ?) ; après des années de stagnation les salaires allemands progressent. Hors de la zone, grâce à la mondialisation la Suisse, au niveau de formation scolaire et professionnelle élevé, se sera *réindustrialisée* tandis que la Suède galope au point de faire craindre qu'une bulle n'y éclate : son PIB aura augmenté de près de 7 % en 2010 grâce, notamment à des exportations d'automobiles (?). A contrario, en Hongrie, Bulgarie, Roumanie, Lettonie (et Pologne) plus du quart de la population reste proche de la pauvreté.

Ces réalités, diverses, ne font pas les manchettes. La vedette des derniers mois aura été, après la Grèce, l'Irlande. Ses habitants protestent de leur innocence. Ils ne se sentent responsables ni de la bulle en partie causée par des incitations fiscales et des garanties données aux dépôts bancaires éloignées des pratiques européennes ni des risques excessifs pris par leurs banques et que l'État irlandais a dû assumer pour un total qui devrait approcher de 50 milliards d'euros. Comme ces banques avaient passé avec succès les *crash tests* on se demande ce que ceux-ci valent. Athènes s'impatiente des délais imposés par Angela Merkel et ses concitoyens ; à Dublin, il n'a pas été si facile de convaincre l'opinion qu'une aide extérieure (85 milliards d'euros...) s'imposait. Des mois de discussion auront été nécessaires pour élaborer le plan grec ; quelques jours ont suffi pour l'Irlande. Les processus de décision deviennent moins laborieux.

La BCE, elle aussi achète des titres d'emprunts publics. Pour des motifs différents de ceux de la Fed. Elle veut éviter que ces titres devenant invendables, leurs émetteurs ne puissent plus se financer. Comme en 2008, on a renoncé à mettre en faillite les banques en difficulté et donc à faire payer leurs créanciers, parmi lesquels figuraient d'ailleurs nombre d'Européens et, au premier chef, des Britanniques. Des réflexions sont engagées : dans l'avenir les créanciers ne devraient-ils pas être mis à contribution ?

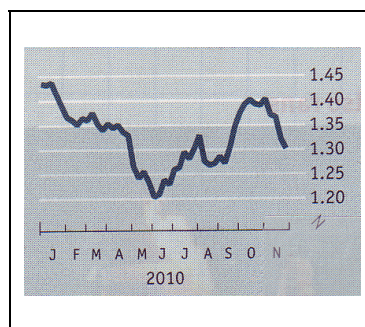
Cette fois la Grande Bretagne s'est associée à une opération de sauvetage européenne alors que ses médias (et les opérateurs des marchés financiers) sont plus hostiles que jamais à l'intégration européenne et à l'euro qui en est le symbole. Wall Street aura vendu des actifs en euro que les Asiatiques achetaient note le directeur du nouveau Fonds européen de stabilité financière.

Or les États-Unis ouvrent justement un débat sur le point de savoir s'il ne faudrait pas admettre qu'un de leurs États puisse être mis en faillite ce qui a été admis pour certains de leurs démembrements (Comté d'Orange)...Malgré les 1 400 milliards d'euros (!) apportés aux länders de l'Est des écarts substantiels subsistent avec ceux de l'Ouest ; l'Italie a ses provinces du Sud et, chez nous en Ariège le niveau de vie n'atteint pas celui qui prévaut dans le Rhône. Que l'hétérogénéité des situations des pays européens se traduise par des taux d'intérêt très divers — de moins de 3 % pour les emprunts publics à 10 ans à plus de 10 % — n'est pas très étonnant. Prêteurs et agences de notation auront mis bien du temps à voir les réalités.

Il me semble que, comme souvent, les médias auront prononcé des jugements bien excessifs sur l'Euro. Sa valeur contre le \$ aura oscillé, en 2010, entre 1,20 et 1,40 — **GR H** — limites qui n'apparaissent nullement extravagantes lorsqu'on regarde l'euro depuis sa création. Sans être brillante la balance extérieure de la zone euro est équilibrée — **GR J** — ; ce n'est pas le cas des USA. Au 1^{er} janvier l'Estonie rejoint la zone euro dont « personne n'a intérêt à sortir, que ce soit par le haut (Allemagne) ou par le bas (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande). Que les cambistes et arbitragistes ne le voient pas paraît invraisemblable. » (Gérard Thoris, *Sociétal*, 1^{er} trimestre 2011). Directeur financier de Daimler et Président du conseil d'EADS, Bodo Ueber : « la situation de la France et de l'Allemagne ne serait pas ce qu'elle est sans l'euro. Tout est beaucoup plus efficace [...] En dix ans EADS a créé 15 000 emplois. » Au gré de mes lectures je retrouve ce passage : « Sans Mitterrand, on n'aurait jamais fait la monnaie unique. [...] Il raisonnait comme Jean Monnet : si l'on ne fait pas l'euro, le mark deviendra la monnaie de fait de l'Union européenne, et cela les Français ne l'accepteront pas. L'Europe sombrera. » (Jean Boissonnat, *2029 ou Comment j'ai traversé trois siècles en cent ans*, Salvator, 2009)

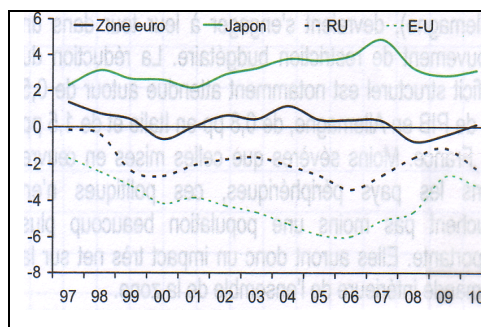
H – euro en \$

The Economist



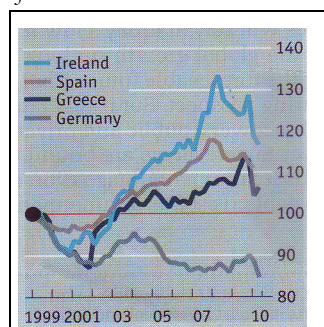
J – Balances courantes

En % du PIB – BNP



K – Unit labor cost

Janv. 99 = 100 – *The Economist*



Face à la diversité européenne le traité de Maastricht se révèle insuffisant. Il aura manqué une autorité ayant les pouvoirs de le faire respecter, notamment lorsque l'Allemagne et la France ont franchi les bornes établies (Helmut Schmidt, en décembre, considère que l'homme le plus sérieux dans cette période aura été Jean-Claude Trichet...). S'imposent aussi des instruments de mesure moins frustrés. Des banques de grande taille ont pu prendre des risques excessifs (Le 1^{er} janvier 2011 est entré en fonction le Conseil européen des risques systémiques rattaché à la BCE). Déficit public et endettement modérés peuvent aussi dissimuler des économies non compétitives. « Ce dont la zone a besoin c'est d'une politique qui ne soit pas centrée sur les finances publiques mais porte essentiellement sur la réalité de l'économie productive. » (Jean Marc Daniel, *Sociétal*, 1^{er} trim. 2011). Oui : ce pays qu'on étudie a-t-il les moyens de réaliser des produits et services compétitifs — **GR K** ?

Intéressant article de *The Economist* sur les PME allemandes. 90 % opèrent dans le business to business, 70 % sont localisées à la campagne ; elles évitent d'entrer en compétition avec les grandes firmes ; l'exportation est primordiale ; elles exploitent à fond l'équipement de la Chine et de la Russie en outillages modernes ; la part des services s'accroît dans leurs prestations, celle de la vente de

matériels diminue.

Comme l'Amérique, l'Europe n'est guère attirée par le protectionnisme. Elle vient de signer un accord de libre-échange avec l'Inde. Autres pas dans la bonne direction : Bruxelles reprend le dossier de l'harmonisation de la TVA tandis que des leaders Français réalisent enfin qu'aucune mesure fiscale ne devrait être prise sans qu'on se soit demandé si elle n'était pas en contradiction avec les pratiques majoritaires en Europe et, plus spécialement, en Allemagne. Le 1^{er} janvier est entrée en activité la nouvelle COB européenne. Elle supervisera les agences de notation (bon courage). Multinationale, elle va surtout, à mes yeux, remédier au défaut majeur des régulateurs actuels : les examinateurs ressemblent par trop aux examinés (« consanguinité » dit-on) et, pire, ils apparaissent souvent comme les moins bons de la classe face à ceux qui, ayant mieux réussi, perçoivent le bonus. The *Economist* lui-même reconnaît ce progrès. C'est dire. En sens inverse : pour des questions de langues, l'Union a, à nouveau échoué, à créer un brevet européen commun.

La France change, fortement, laborieusement

Inférieure aux prévisions gouvernementales, la croissance du PIB aurait été, selon l'INSEE, de 1,6 % en 2010 ; elle ne devrait guère être supérieure en 2011. À ce rythme les créations d'emploi sont insuffisantes pour résorber le chômage, notamment chez les jeunes, alors que les entreprises « serrent les boulons. » Pourtant l'INSEE estime que la progression du revenu des ménages a dû être, en 2010, de 2,5 %. Une part de l'écart s'explique par le déficit de la balance commerciale qui a grandi. La compétitivité de la France continuerait-elle à s'effriter ?

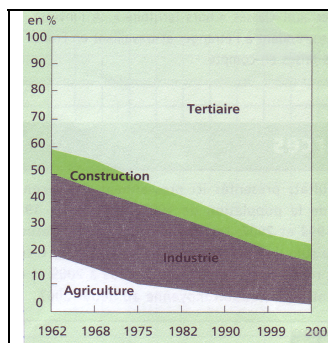
Les résultats de nos grandes sociétés semblent dire le contraire. PriceWaterHouse estime qu'ils auront progressé de 90 % en 2010 bien que, en France, ces firmes n'aient pas retrouvé leur niveau d'activité de 2007. L'amélioration vient donc, pour l'essentiel, des investissements réalisés hors de France. Voyez l'automobile : nos constructeurs construisent de plus en plus à l'étranger et la balance import/export de véhicules se détériore. Le fait que le nombre de Français actionnaires des sociétés du CAC 40 ait diminué au cours d'une période de dix ans où elles auront connu un développement énorme va dans le même sens. Les Français ne jouent pas habilement le jeu de la mondialisation.

Assez peu en phase avec une conjoncture médiocre, apparaît une hausse sensible des prix de l'immobilier dans nombre de villes. Elle s'explique sans doute par le fait que les Français épargnent (autre explication de l'écart entre les revenus et la croissance ?) et que selon leurs vieilles traditions ils préfèrent la pierre aux actions. Elle résulte aussi de taux d'intérêt artificiellement bas. Du fait enfin qu'en France comme partout la mondialisation va de pair avec le développement d'une catégorie sociale qui y est bien adaptée et qui dispose de moyens importants. La pénurie de logements sociaux persiste.

Il est possible que les fantastiques transformations du demi-siècle écoulé (réalisées plus tardivement chez nous qu'en Allemagne ou en Grande-Bretagne) soient encore mal assimilées et expliquent notre déphasage : les graphiques ci-dessous se passent de commentaires.

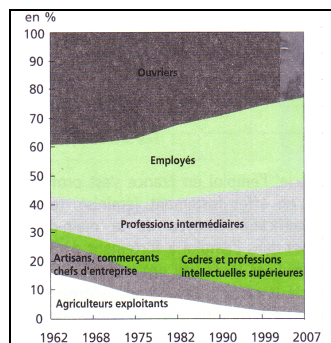
L-Emploi par activités

Recensements



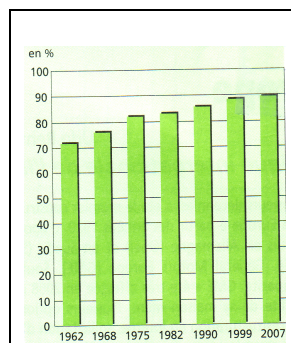
M-Catégories socioprof.

Recensements



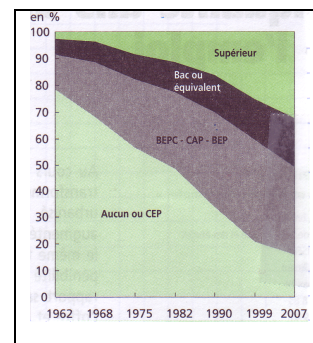
N-% de salariés

Recensements



P-Niveau de diplôme

Recensements



Depuis 1975 les Français évoquent à répétition l'existence d'une crise. Or, en une génération, leur espérance de vie s'était accrue de plus de 8 ans, leur niveau de vie moyen plus que doublé, leur fortune plus que triplé et ils ont continué à avoir plus d'enfants que leurs voisins. Il est vrai que la

vraie crise de 2007-2009 a aggravé les difficultés des personnes défavorisées. Enfonceront-elles nos concitoyens dans cette morosité (collective plus qu'individuelle) que les médias encouragent ? Regarderont-ils leurs atouts et leurs faiblesses en face ? Dans un pays où les citoyens sont mieux éduqués — **GR P** ci-dessus — des prises de conscience se font et les comparaisons entre nos pratiques et celles de nos concurrents les facilitent. Que tous nos voisins aient reporté l'âge du départ en retraite a joué un rôle dans la bataille de 2010 (dans son numéro de juillet *futuribles* relèvait qu'avant la réforme des régimes spéciaux, 20 % des cheminots poursuivaient leur activité après 55 ans : ils sont aujourd'hui 50 %).

Fort critiqué, le classement de Shanghai aura, à mon sens, fortement contribué à provoquer un sursaut visant à rétablir dans nos universités un niveau devenu fort médiocre chez la majorité d'entre elles. 90 % sont désormais autonomes.

Répétées, les enquêtes PISA de l'OCDE pourraient bien être en passe de faire de même pour notre enseignement secondaire. Les pratiques rétrogrades de notre administration pénitentiaire qui s'opposent aux tentatives de réforme résisteront-elles longtemps à leurs condamnations par les instances européennes ou onusiennes ? N'y a-t-il pas beaucoup à faire, aussi, dans la gestion de la santé publique ? Et pour raccourcir des délais de règlement excessifs dont souffrent les PME (3 semaines en Allemagne, 9 en France selon un article de *Sociétal*), de la part de l'État notamment qui annonce qu'il veut les aider ? Dans la même revue un article constate les résultats décevants de la LOLF et de la RGPP. On s'en doutait car si des résultats substantiels avaient été atteints, ils auraient été mis en avant depuis longtemps. « Depuis 36 ans, quels qu'aient été les hauts et les bas de la conjoncture, jamais l'équilibre des finances publiques n'a été atteint » (Michel Camdessus, *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2010*). Le nouveau Président de la Cour des Comptes confirme : « La situation de nos finances publiques s'aggrave. » La gestion des collectivités locales contribue à ce phénomène.

On peut se féliciter du maintien à leurs postes du premier ministre et de la ministre de l'économie car la volonté gaullienne d'un exécutif fort a été, dans les faits, largement bafouée par le jeu de chaise ministériel, digne de la III^e République. En 27 ans la Grande Bretagne a eu 3 premiers ministres, la France 12 avait noté Nicolas Sarkozy (*Témoignage*, 2006).

La campagne électorale est donc engagée. La popularité du Président reste au plus bas. La phase du sarkozysme d'ouverture sur la gauche — et même sur une partie du centre — est close. L'actuelle majorité se demande si, en évoquant le thème de l'immigration elle n'a pas davantage servi le Front National qu'elle-même ; plus perdu au centre qu'elle n'aurait gagné à droite (Pierre Martin dans *Le Débat*). Mais en 2009 le FN a reçu 2 millions € de l'État et l'UMP plus de 30.

La gauche, en France comme ailleurs en Europe, a été déboussolée par la crise financière et n'a toujours pas, la concernant, d'analyse et de réponse convaincantes (Jacques Julliard, *Le Débat*). Autre électorat, fluctuant et flottant, dont on se demande vers qui il s'orientera : les verts. Daniel Cohn-Bendit qui a bien du mal à les diriger vers l'unité, trouve que DSK, « social démocrate réformiste, est intellectuellement le plus apte à trouver des compromis. » Mai 68 est loin... Martine Aubry est allée à Marrakech négocier avec DSK un marché dont on ne connaît pas les termes mais dont certains craignent qu'il ne retire son sens aux primaires socialistes. La majorité des Français selon un sondage paru dans *Le Parisien* en décembre juge le PS inefficace dans sa préparation d'un projet présidentiel. Parti de barons locaux, le PS qui, en 2007, selon François Rebsamen « n'est pas passé à l'offensive contre Sarkozy » se battra-t-il pour DSK ?

Ni à droite, ni à gauche on ne voit, à cette heure, se dessiner une ligne politique de portée générale qui soit claire. Il sera sans doute très difficile d'en établir une tant les esprits sont devenus rebelles aux idéologies et aux maîtres à penser.

Tiers-monde : développement et troubles

Par les ethnies et par le développement économique existe-t-il une Côte d'Ivoire ou deux ? Celle du Nord et celle du Sud qui auraient donné des majorités à deux candidats à la Présidence ?

Irak et Afghanistan : ici le retrait des troupes est réalisé aux deux tiers, là il est voulu. C'est un motif d'espoir. Déjà la guerre du Viet-Nam avait conduit à décrocher le \$ de l'or. Menées avec des GI qui coûtent chacun 500 000 \$ l'an, les opérations militaires ont déjà englouti plus de mille milliards de \$ en Irak et Afghanistan : une des causes majeures du déficit et de l'endettement américains par conséquent. Pourtant George W. Bush avait poursuivi une politique fiscale laxiste. Barack Obama a donc tous les motifs de vouloir arrêter la guerre au plus vite. « Très difficile » vient-il d'admettre.

La situation chaotique du Pakistan est une grande partie du problème. La coalition au pouvoir vient de s'y rompre. Petit rappel du bulletin de la BNP : Afghanistan 28 millions d'habitants, Pakistan et Bangladesh 160 millions chacun, Inde 1,2 milliard.

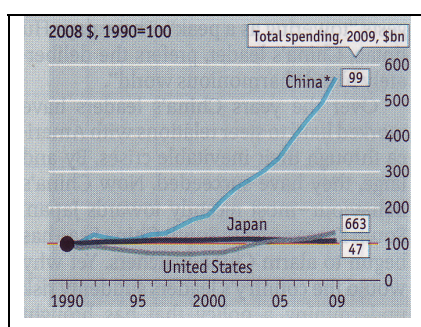
Sur l'autre front, celui d'Israël et de la Palestine, les USA renonçant à empêcher la fanatique extension de la colonisation ont, pour l'heure, perdu leur crédit. Était-il raisonnable d'attendre d'un État qui accorde 3 milliards \$ par an à l'une des parties pour s'armer qu'il soit un arbitre crédible pour l'autre ? Dans le complexe Israël/Palestine la démographie ne joue cependant pas en faveur des Juifs. Cf les Chrétiens devenus minoritaires au Liban ? Pendant ce temps la high-tech israélienne continue à « boomer » ; elle réalise 40 % des exportations du pays même si peu de firmes atteignent une grande taille.

Toute la région souffre, depuis quatre ans, d'un manque d'eau qui, dramatique, aggrave les tensions.

La Chine. Les médias aiment bien relever les signes d'agressivité qu'elle manifeste. Les deux graphiques ci-dessous montrent qu'on peut donner de l'augmentation des dépenses militaires chinoises des interprétations bien différentes :

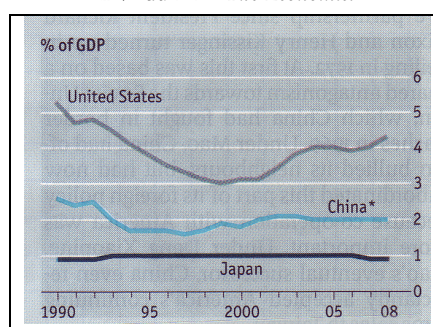
R – Augm. des dépenses milit.

1990 = 100 - *The Economist*



S – Dépenses militaires

En % du PIB - *The Economist*



Devant le comportement des dirigeants chinois face à la crise des observateurs avertis tirent leur chapeau : « Je n'imaginai pas qu'ils manœuvrent aussi habilement » (Jean-Luc Domenach, *Le Débat*). Quelle préoccupation vous tient éveillé la nuit avait demandé George W. Bush à Hu Jintao. Réponse : créer 25 millions de nouveaux jobs chaque année. La Chine craint la récession comme la peste et apporte son aide à la Grèce et à l'Espagne. À noter au passage : le PIB par tête des Taïwanais a dépassé celui des Japonais.

En Russie l'État a lancé le plus gros programme de privatisation depuis la fin du communisme. Il concerne le premier groupe pétrolier, la banque la plus importante et le plus gros producteur d'hydroélectricité. Les banques continuent à être gorgées de créances douteuses et les exportations autres que de matières premières demeurent minables. L'adhésion à l'OMC, déjà évoquée, est en route. Le changement aussi par conséquent ; mais pour que des effets se produisent ce sera long. Très long sans doute.

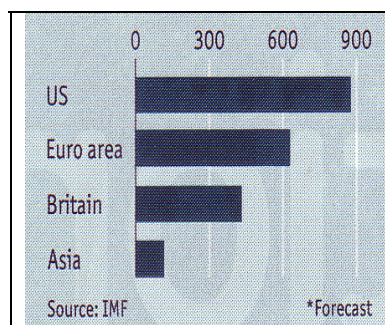
Relevons enfin, dans ce chapitre, que la plus grosse augmentation de capital de l'histoire (70 milliards de \$?) aura été lancée par une firme brésilienne : Pétrobras.

Le marchés de capitaux : un convalescent encore mal soigné

Je le notais en novembre : la révision des règles qui encadrent les marchés financiers et les banques est une tâche dont la complexité intrinsèque est accentuée, aux États-Unis, par la force de l'opposition républicaine au Capitole et en Europe par le nombre de pays décideurs. Je crois sage de reporter à une prochaine note une revue des réformes projetées, en cours et réalisées. Pour autant, je ne crois nullement que des réformes assez radicales soient en route. Barack Obama n'a pas voulu et n'a pas pu aller assez loin. L'Europe a dû composer avec la place de Londres qui répugne à des interventions fermes de Bruxelles. Déjà noté : les *stress tests* n'ont pas permis de prévoir l'effondrement de banques irlandaises. Le FMI juge, à raison, que « le système financier demeure le talon d'Achille de la reprise économique. » Il estime pourtant que de 2007 à 2010, les pertes enregistrées et les provisions passées par les banques auront atteint 2 200 milliards \$! — **GR T** —

T – Pertes bancaires

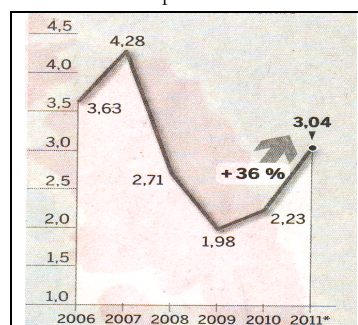
2007-2010* milliards \$

The Economist

U – Fusions-acquisitions

Milliards de milliards \$ *Le Monde*

* = prévision



Il n'empêche, au plan international, « les affaires reprennent » — **GR U**. À Wall-Street, si Goldman Sachs a profondément modifié son système de bonus, il n'a pas annoncé de changement majeur de politique ; il n'en va pas de même chez Morgan Stanley. La gestion pour compte propre y a été fermée et les relations avec les hedge funds stoppées. Le courtage traditionnel, avec 18 000 brokers, est renforcé — la firme a racheté Smith Barney — sous une nouvelle direction. Barclays aussi se recentre sur ses activités traditionnelles.

Le taux d'intérêt des obligations d'État françaises, tombé à un plus bas proche de 2,5 % a dépassé 3 % ; même tendance aux États-Unis. Les actions se portent bien. Enfin, plus ou moins bien. En 2010 New York a progressé de 10 % le CAC qui avait dépassé 6 000 en 2000 et en 2007 a retrouvé son niveau du début de l'année qui vient de s'achever : 3 900.

On peut, en conclusion, poser deux questions.

Primo, les graves dérives de plusieurs États — au premier chef celui des USA — et du monde financier ont commencé à être corrigées mais beaucoup reste à faire. Or, le danger ne paraît plus imminent et la crise n'aura pas été assez longue, les faillites trop peu nombreuses et les mesures appliquées trop limitées pour que le monde financier ait changé en profondeur. La spéculation repart avec entrain ici ou là. Or, si les relations entre grands États sont constructives, les divergences d'opinion à Washington comme à Bruxelles risquent de freiner voire de bloquer les indispensables réformes qu'il faut mettre en œuvre.

Secundo, endettements publics et inflation renaissante ne devraient-ils pas conduire à la poursuite du mouvement de relèvement des taux jusqu'ici modeste ? Si oui conjoncture et marchés d'actions (capitalisés à des niveaux modérés) pourraient en souffrir.

PC, début janvier 2011