

## Notes de conjoncture – mai 2011

### Les graves séquelles de la crise

La folie financière n'a pas dégénéré en crise profonde et durable mais elle a laissé de graves séquelles, la plus évidente étant l'endettement des États qui ont dû à la fois financer la reprise et prendre à leur compte les montagnes de dettes contractées dans le secteur financier. Signe des temps : jadis c'étaient les pays en développement qui faisaient douter de leur solvabilité, aujourd'hui ce sont les nations industrialisées. Leur dette approche, pour plusieurs d'entre eux, des situations qui prévalaient en 1945. Au demeurant, les États-Unis sont toujours en guerre et la conduisent non plus avec le contingent mais avec des salariés très onéreux. La notation AAA de leur dette est en question et les agences ne sont pas seules à mettre en cause les USA ; le FMI lui fait la leçon comme il ne l'avait jamais fait je crois. La combinaison : énormes dettes publiques et taux de croissance insuffisants (autour de 3 % aux États-Unis, entre 1,5 et 2 % en Europe) peut effrayer. Le **Graphique A** (page suivante) indique les financements publics requis (déficits + dette venant à échéance) en 2011 et 2012. On prend en outre conscience de la part de certaines dettes inquiétantes détenues par des banques tout en doutant de l'efficacité des *stress test* bancaires effectués jusqu'ici.

On pourrait être désespéré si l'ensemble du monde non occidental ou japonais, Asie, Amérique latine et Afrique ne continuait à connaître un développement et des volumes d'échanges jamais connus dans l'histoire. Quelle différence par rapport à ce 1929 trop souvent évoqué ! Les grandes entreprises occidentales et japonaises puisent dans cet univers l'essentiel d'une prospérité si essentielle.

### Les chutes en série de régimes tyranniques

Les révoltés de Libye ont évoqué ce 29 juin 1996 où les soldats de Kadhafi ont massacré 1 270 détenus de la prison de Tripoli. Et Tiananmen ? On comprend que Chinois et Russes aient été réservés à l'égard de l'intervention en Libye. Leurs régimes politiques ne les situent pas du « bon côté ». Comme l'Empire Ottoman, qui a longtemps freiné l'utilisation de l'imprimerie, les Chinois tentent de limiter le développement des modes modernes de communication : télévisions indépendantes, internet et ses réseaux d'utilisateurs. Ce n'est pas un hasard si le principal conflit que Google aura rencontré, et dans lequel ses deux fondateurs se sont personnellement impliqués, l'aura été avec Pékin. L'« illibéralisme » chinois (Erik Israelewitch, *L'Arrogance chinoise*) tiendra-t-il ?

*A contrario*, bien que 2012 l'ait incité à la retenue en Libye, Barack Obama cherche à placer les États-Unis, du « bon côté » de l'opinion arabe et mondiale. Il tente d'inverser la situation par rapport à celle qui avait prévalu sous George W. Bush. Ben Laden n'est vraiment regretté que dans les zones les plus archaïques du monde musulman, Pakistan et Afghanistan. Ni les thèmes qui lui étaient chers ni ses partisans n'auront joué un rôle dans les révoltes des derniers mois. Le pouvoir iranien, habitué aux anathèmes, aura également été silencieux.

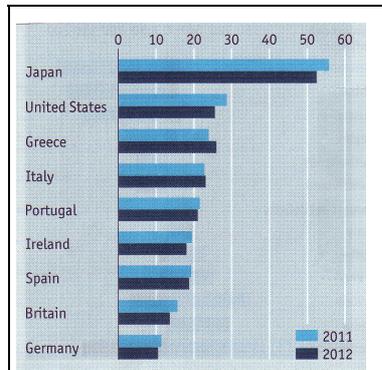
### Les risques nucléaires et les approvisionnements en énergie

La catastrophe de Fukushima affecte doublement la France qui est à la fois le pays dont l'électricité provient le plus massivement de centrales atomiques et pour lequel l'exportation de centrales et de combustible peut devenir un atout pour des exportations qui manquent de produits originaux. Elle dispose avec son EPR d'un « produit » complexe, coûteux mais plus sûr que celui des concurrents (celui de Fukushima, américain, a montré ses fragilités alors que 23 réacteurs de ce modèle sont en service aux USA). Les catastrophes nucléaires précédentes ont fait chuter les commandes de réacteurs — **GR B** (page suivante). Si l'Agence internationale de l'énergie estime que Fukushima risque de faire baisser de moitié les commandes de réacteurs, la part des EPR dans ces commandes devrait grandir, notamment pour alimenter la Chine et l'Inde en énergie.

Les réactions à l'égard du nucléaire civil sont très émotionnelles et difficiles à analyser. Comment expliquer qu'après Hiroshima et, en dépit de leur mauvaise situation par rapport aux failles sismiques, les Japonais aient construit de nombreuses centrales alors que les Allemands aient été réticents voire hostiles ? Il est vrai que ce n'est pas le seul domaine où des réactions peu rationnelles se manifestent.

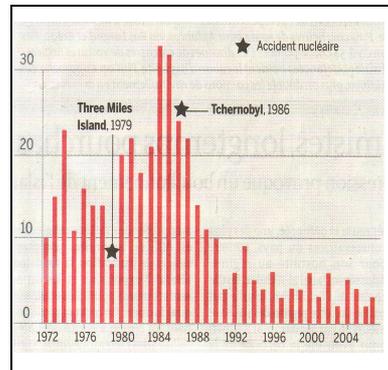
### A – Refinancements publics requis

En % du PIB *The Economist*



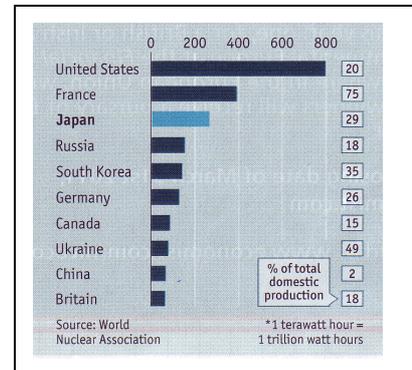
### B – Centrales en Construction

Nombre de centrales *The Economist*



### C – Électricité nucléaire

Téravatts-heures 2009 *The Economist*



Sera-t-il possible, demain, de vendre une centrale nucléaire à un pays qui ne dispose pas de capacités « reconnues » par une autorité internationale de gérer de façon sûre cette centrale ? L'anniversaire de Tchernobyl rappelle que nul sur la planète ne peut plus être indifférent aux conditions dans lesquelles de telles installations sont gérées. L'atome et l'environnement rappellent ainsi que l'espèce humaine est bien une (*Club des Vigilants*)

Face aux protestations des régions concernées, inquiétées par des accidents survenus aux USA mais qui ne semblent pas s'être répétés, le gouvernement français, sans attendre un rapport qu'il avait commandé, a annulé des permis d'exploration de gaz de schistes. Les réserves du sous-sol français semblent pourtant abondantes alors que l'approvisionnement en hydrocarbures importés n'est pas assuré et coûte de plus en plus cher. Aux USA, le prix du gaz a baissé de plus de moitié grâce aux gaz de schiste ce qui contribue fortement à faire douter de la construction de nouvelles centrales atomiques dans ce pays qui est, cependant, le principal producteur d'électricité nucléaire — **GR C** ci-dessus. L'OCDE attire l'attention des Européens sur le phénoménal accroissement des importations d'hydrocarbures qui aurait lieu s'ils fermaient toutes leurs centrales nucléaires.

Les écologistes sont-ils convaincants dans leur opposition au nucléaire ? Avons-nous de vraies solutions de rechange, utilisables à toutes heures ? Tiennent-ils compte de la situation de l'économie française dans le contexte international ? Des contraintes de la balance extérieure alors que la note AAA de notre dette publique est, elle aussi, loin d'être invulnérable et que notre déficit extérieur est un mauvais signe ?

## Les États-Unis dans la dette

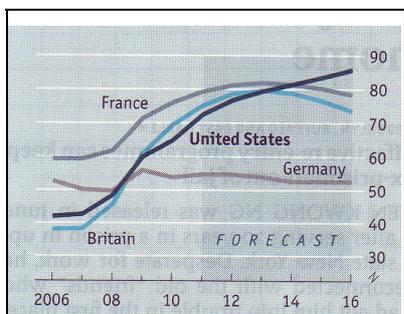
Même s'il faut s'attendre à des chiffres médiocres pour le premier trimestre de l'année en cours, la conjoncture américaine reste positive ; pas assez dynamique cependant aux yeux des électeurs. Le taux de chômage est, certes, passé au-dessous de 9% mais ce niveau inquiète et, selon *The Economist*, il l'est pour des raisons qui ne sont pas très différentes des nôtres : qualification insuffisante d'une partie de la population, notamment dans la minorité noire. Cette croissance est insuffisante aussi pour permettre de réduire l'énorme endettement public — **GR D** (page suivante). En dépit des poussées inflationnistes, la Fed maintient ses taux d'intervention au voisinage de zéro et aura acquis 600 milliards d'obligations du Trésor...

Obama a beau proposer 4 trillions de \$ de réduction du déficit budgétaire sur 12 ans — 2 par des économies, 1 par des augmentations d'impôts et 1 par les économies d'intérêt ainsi générées — , le

chef économiste du FMI estime que, pour réduire leurs déficits, « les États-Unis manquent d'un plan crédible à moyen terme ». Il souligne le fossé qui sépare les parlementaires démocrates et républicains pour parvenir à un accord ; les Républicains refusent toute augmentation des impôts et continuent à critiquer les programmes de santé publique — **GR E** (ci-dessous). Cependant, les taux d'intérêt « réels » des treasury bills... baissent (inflation plus forte, taux cotés plus bas) ! Pour l'heure, déficit budgétaire et déficit extérieur ne coûtent pas grand chose à l'Amérique.

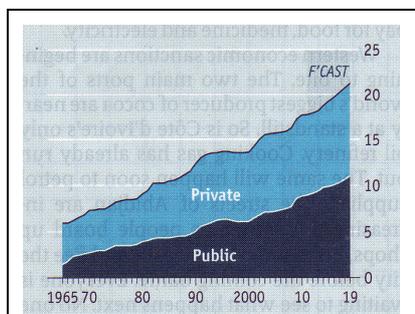
**D – Futures dettes publiques**

En % du PIB *The Economist*



**E – Coût de la santé**

En % du PIB, *The Economist*



La prudence d'un Obama désormais en campagne s'est confirmée en ce qui concerne la Lybie. Il refuse un vrai engagement dont l'opinion américaine ne veut pas et que ses adversaires lui reprocheraient. Lui qui a tant utilisé les réseaux internet compte sur eux. Il sait que le nombre de téléphones portables dans le monde a dépassé les 5 milliards ; que, par exemple, les deux tiers des iraniens ont moins de trente ans et que 60 % d'entre eux ont un tel téléphone. Que des virus injectés dans les systèmes adverses peuvent causer de vrais dégâts, les Iraniens en ont fait l'expérience.

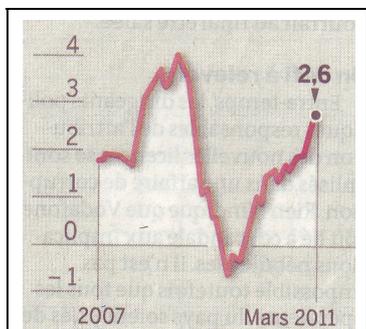
Obama doit tenir compte d'une opinion publique très sensible aux intérêts locaux (qui, en Californie, par le biais de referendums a conduit à une situation catastrophique des finances publiques) et hostile à trop d'interventions fédérales, notamment dans le domaine de l'environnement où les lobbies restent des plus actifs. L'administration vient, à nouveau, d'échouer à freiner les émissions de gaz à effet de serre.

**L'Europe face aux risques d'insolvabilité**

En avril, les entreprises de la zone euro laissaient prévoir une accélération de l'activité...et de la hausse des prix — **GR F** (ci-dessous). Le contraste reste fort entre la Finlande (PIB +3,60 % en 2010) ou la Suède d'une part, le Portugal ou l'Italie de l'autre. Une bonne part de l'explication des écarts tient, à mon sens, à la qualité des systèmes scolaires.

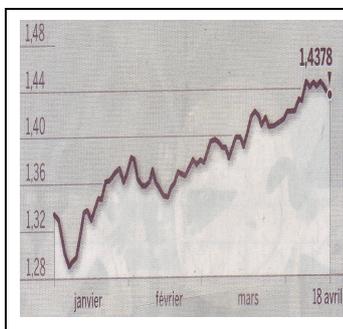
**F – Inflation- zone €**

*Bloomberg*



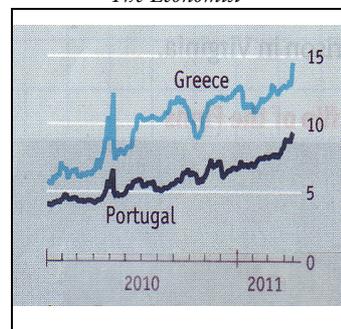
**G – Cours de l'€ en \$**

*Bloomberg*



**H – Taux d'intérêt**

Emprunts d'État à 10 ans, *The Economist*



Les opérateurs et commentateurs qui prévoyaient, il y a peu, un effondrement de l'euro n'ont pas gagné — **GR G** (ci dessus) — en dépit du fait que les situations de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande restent sérieuses comme le montrent les taux auxquels ces pays doivent emprunter — **GR H**. La Grèce a adopté un 2<sup>e</sup> programme de réformes comportant notamment des privatisations et

obtenu de ce fait une baisse de 1% du taux du prêt européen. Elle demeure néanmoins, comme le Portugal, dans une situation — dette, **GR J** (ci-dessous) et déficit publics — qui semble inextricable. Les errances passées se traduisent par des endettements publics énormes et les thérapies provoquent des récessions — pour la Grèce - 3 % en 2011 après près de - 5 % en 2010 — qui tendent à réduire les rentrées fiscales. Faire défaut ? Les inconvénients sont majeurs : qui prêterait à ces pays demain ? Des défauts ne pousseraient-ils pas à une montée générale des taux en Europe ? Une solution moyenne est évoquée : allonger unilatéralement les échéances des dettes pour donner aux pays le temps de se redresser. Petite consolation : les économies des pays en cause sont de faible poids.

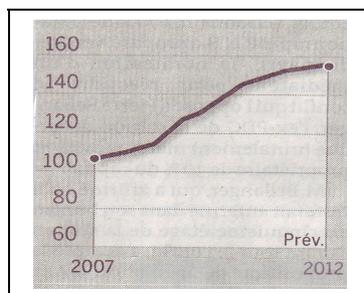
Autre soulagement. N'avait-on pas prévu : après la Grèce et le Portugal, l'Espagne ? Or, l'annonce de mesures courageuses paraît avoir rassuré les prêteurs — **GR K** (ci-dessous). L'Espagne a réagi sur deux plans. Imitant Gerhard Schröder, le socialiste José Luiz Rodriguez Zapatero a présenté un plan de redressement qui semble énergique au risque de faire perdre les prochaines élections à son parti (il a, en ce qui le concerne, annoncé qu'il ne briguera pas un nouveau mandat de premier ministre). D'autre part un assainissement des Caisses d'épargne est en cours.

Inquiétude supplémentaire par contre : une fraction substantielle des obligations émises par les pays endettés s'avère être détenue par des banques privées, celles des pays en cause au premier chef mais pas uniquement. L'Allemagne est, certes, le premier exportateur au sein de l'Europe mais elle est aussi un très important créancier de très nombreuses firmes des pays auxquels elle vend. Elle en est bien plus solidaire que ses citoyens ne le réalisent ; mais ses autorités en ont pris conscience. L'Allemagne a, de surcroît, ses propres faiblesses bancaires : celles des Landesbanken.

L'Irlande quant à elle continue à souffrir de la gestion plus qu'hasardeuse de ses grandes banques. Elle les nationalise en devant leur apporter quelque 20 milliards d'euros de fonds propres, substituant, une fois de plus, des dettes publiques à des engagements privés... Pour l'heure l'Irlande refuse toujours de rapprocher son taux d'imposition (d'« appel ») des sociétés de celui des autres pays européens.

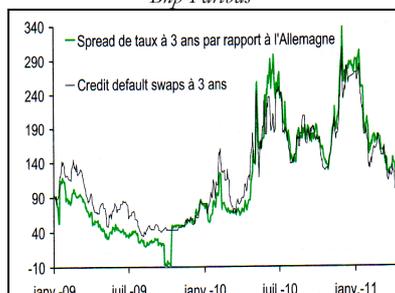
### J – Dette de la Grèce

Dette publique en % du PIB, *Natixis*



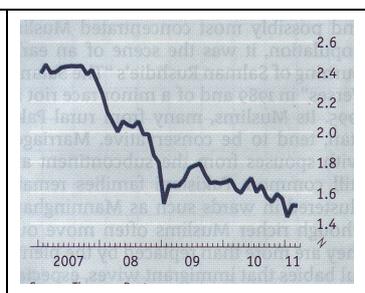
### K – Oblig. publ. Espagne

Écart de taux vs Allemagne, *Bnp-Paribas*



### L – Franc suisse en Livre

*The Economist*



Dans « *L'État de l'Union 2011* » de la Fondation Robert Schuman, Jean-Marc Daniel plaide pour que les économies des pays européens se revigorent en laissant concurrence et initiatives se déployer plus librement (thèse qu'il développe dans son iconoclaste livre récent, *Le Socialisme de l'excellence*) et que, simultanément, se crée une centralisation croissante des finances publiques au niveau européen. À ceux qui reprochent à l'euro de ne plus permettre les dévaluations il rappelle que cette mesure est illusoire. Si les Britanniques sont heureux de pouvoir, *de facto*, l'utiliser — **GR L** (ci-dessus) — est-elle une vraie solution ? Le gouvernement conservateur qui vient de porter de 40 à 50 % le taux de la tranche supérieure de l'impôt sur le revenu et de réduire de 10 % les crédits aux collectivités locales ne le croit pas vraiment.

Les pays de la zone euro ont renforcé les exigences du pacte économique qui les lie ; il est demandé aux autorités nationales d'être plus attentives à la compétitivité de leur pays, notamment « en surveillant les hausses de salaire » (??) ou les âges de départ en retraite. Par ailleurs la zone euro a renforcé le Fonds européen de Stabilité Financière qui disposera de moyens — fonds versés, capital

exigible et garanties — de 700 milliards € mais une fraction accrue des citoyens européens, mal informée des réalités, (en Finlande comme en France) regrette le temps des dévaluations et critique les aides apportées aux pays en difficulté.

La succession, en Octobre prochain, de Jean-Claude Trichet à la tête de la BCE semble réglée. Mario Draghi a été à la fois un haut fonctionnaire italien de grande carrure et, de 2002 à 2005, un dirigeant de Goldman Sachs.

Mais de profondes divergences continuent à traverser l'Europe. La Grande Bretagne voit d'un mauvais œil la lente construction d'un gouvernement économique au sein de la zone euro. *Secundo*, en pleine période électorale, répondant aux vœux de la majorité de la population (verts et socialistes ont emporté les élections du Bade-Wurtemberg largement en raison de leur opposition à l'énergie nucléaire). Le gouvernement d'Angela Merkel a fait brutalement machine arrière sur le nucléaire en décidant de fermer sept vieilles centrales, l'Italie va dans le même sens alors que France et Grande Bretagne poursuivent le développement de cette forme d'énergie et ont signé un accord de coopération dans le domaine nucléaire... militaire. *Tertio*, pacifisme et peu d'intérêt pour la Méditerranée se conjuguant, l'Allemagne a refusé de se joindre aux opérations enclenchées en Libye par la Grande Bretagne et la France. *Quarto*, les Européens ne parviennent pas à définir et appliquer une politique cohérente à l'égard des immigrés. Démographiquement, plusieurs pays ont et auront besoin d'eux mais, électoralement dans presque toute l'Europe des mouvements d'opinion s'opposent à leur entrée. Coïncidence : au moment (1<sup>er</sup> mai) où l'Allemagne qui avait différé l'ouverture de ses frontières aux pays de l'Est ayant rejoint l'UE doit les ouvrir sont arrivés des Tunisiens à Lampedusa.

Que la route vers une Europe unie promette d'être longue, la crise belge qui se prolonge, comme le rappel, à l'occasion de la condamnation de deux généraux croates, des atrocités commises pendant la guerre qui a fait rage en Bosnie et en Croatie nous le rappellent. La France ne connaît-elle pas les relents du nationalisme corse et l'Espagne d'un séparatisme basque ?

## La France à nouveau en campagne

La croissance de notre PIB est estimée à 1,6 % en 2011. Bercy a bâti le budget de 2012 sur une prévision ramenée de 2,50 % à 2,25 %. L'OCDE est plus prudente : 2 %. Pour l'heure, selon l'INSEE, les entreprises privées sont assez optimistes ; elles ont constaté une accélération de leur activité et un net redressement des résultats acquis en France.

Même s'il a été, en 2010, un peu moins fort que prévu (7 % vs 7,7 %), le déficit public restera considérable et la dette publique a dépassé 80 % du Pib — **GR M** (page suivante). Or les deux tiers de cette dette sont détenus par des étrangers. Parlementaires et médias commencent à être attentifs aux avis émis par les agences de notation : moins sérieuses que notre Cour des Comptes, elles pourraient bien avoir plus de poids.

La campagne électorale étant ouverte, les promesses ne vont pas manquer. Les candidats devront faire des propositions au regard de la dépendance qui touche et, plus encore, va toucher un grand nombre de personnes qui ne vivent plus dans un cercle familial. Les candidats du PS ont été, jusqu'ici, relativement prudents. Ont-ils entendu la voix de Michel Camdessus et du groupe d'experts qu'il a présidé : « pour stabiliser la dette à un niveau de 90 % du Pib il faut poursuivre une gestion rigoureuse pendant les **dix** années prochaines » ? Je demeure, pour ma part, convaincu que, faute d'une gestion attentive et généralisée du personnel, l'efficacité de la gestion publique restera problématique.

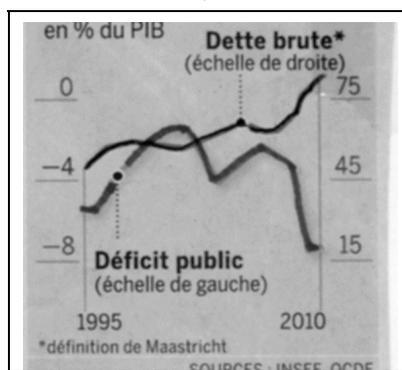
Pays de production ou pays de consommation, la France reste, en tout cas, derrière les États-Unis et la Chine, la troisième destination dans le monde des investissements étrangers. On observera aussi que contrairement à plusieurs pays européens et à certains épisodes de son histoire (au temps des dévaluations et où des banques de premier plan mettaient sous le tapis des créances devenues plus

que douteuses), la France, dans la tourmente de 2008-2009 n'a pas connu une crise immobilière d'ampleur. Bien au contraire.

On ne peut reprocher aux candidats à la présidence ou à la députation de tenir compte des vœux des électeurs. Le comportement d'un Schröder ou d'un Zapatero, sacrifiant leur réélection et celle de leur parti, ne peut devenir une pratique courante. Mais il est des vœux qu'il est bien difficile de traduire en actes : consommer moins d'énergie mais sans taxe carbone par exemple. Nicolas Hulot ne risque-t-il pas de perdre une bonne part de sa popularité en passant des vœux à des propositions précises ? Bon courage à ceux qui négocient un contrat de gouvernement crédible unissant socialistes et écologistes. En effet, me semble-t-il, par rapport à 2007, l'opinion est un peu plus réaliste. La croyance en un État-providence... providentiel a continué à s'éroder et le niveau d'information des citoyens à s'élever. Le phénomène Ségolène Royal ne se reproduira pas. Comme le note avec étonnement Alain Touraine : « la crise économique n'a pas poussé la population vers la gauche. »

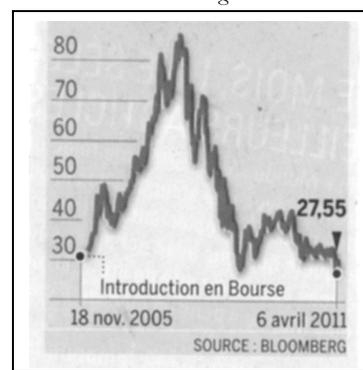
### M – Déficit et dette

INSEE, OCDE



### N – Cours de l'action EdF

Bloomberg



Sur la fiscalité, le débat promet d'être vif et peut-être plus sérieux que dans le passé. Je l'évoquerai dans les prochaines notes. On ne reparlera sans doute pas des retraites mais je note, pour m'en réjouir, que François Chérèque confirme la volonté de sa confédération de lutter pour une réforme « systémique » des régimes de retraite français.

Les comparaisons internationales montrent que, par sa Sécurité sociale au premier chef, la France est, comme Thomas Piketty lui-même l'a relevé, un des pays occidentaux qui réduit le plus l'écart entre revenus : cet écart, avant et après prélèvements, entre les 10 % les plus élevés et les 10 % les plus bas, passe de 6 à 4. Et pourtant, comment ne pas être frappé par la rémanence, dans notre pays bien plus qu'ailleurs, du thème de l'égalité ? C'est en vain que la droite aura tenté de supprimer l'ISF. Comme pour les salaires des patrons, la majorité des citoyens refuse de voir que nous sommes un élément (petit) dans le monde.

Le Président redevenu candidat tente de lutter à la fois contre une extrême droite active et contre un centre qui se cherche. Le MEDEF n'apprécie guère sa décision de faire octroyer une prime aux salariés par les sociétés qui augmentent leur dividende alors qu'existent des dispositifs rodés organisant la participation des salariés aux bénéfices des entreprises.

Les freins mis à la hausse des prix de l'énergie handicapent EdF — **GR N** — dont la privatisation est pourtant amorcée, alors qu'on entend limiter la demande d'électricité et financer les lourds investissements que l'entreprise doit réaliser, destruction des vieilles centrales nucléaires comprise.

## Révolutions dans le monde arabe

L'ordre règne en Algérie qui se souvient de ses combats meurtriers, lesquels avaient fait plus de 200 000 morts. Le calme est maintenu en Arabie saoudite ou dans les Émirats voisins ce qui n'est pas rien pour les consommateurs de pétrole (le premier client de l'Arabie étant devenu la Chine) ; ailleurs les mouvements persistent ou s'intensifient pour se situer désormais au cœur du monde arabe : en Syrie. On avait presque fermé les yeux sur les milliers de victimes d'Hafez el Assad. On

condamne aujourd'hui la répression déclenchée par ses fils. En Libye si des combats qui durent plus d'un mois sont considérés par certains comme bien longs..., je relève cette affirmation d'un observateur expérimenté, Hubert Védrine : « ma conviction est que Khadafi est cuit de toute façon. »

Tandis que l'Arabie cache Ben Ali, les hiérarques de l'armée égyptienne, cédant à nouveau à la place Tharir, ont placé Moubarack en détention. Après le remplacement d'un premier ministre militaire par un civil et un referendum (14 millions de « oui », 4 de « non »), des élections sont prévues en septembre prochain. L'économie sera-t-elle, alors, repartie ? Aujourd'hui on prévoit, en 2011, une croissance inférieure à 3 % alors qu'elle avait été proche de 6 % l'an passé. En Tunisie, des élections auront lieu le 24 juillet et les listes devront comporter des femmes pour moitié.

Les révoltes arabes ne ressemblent pas à celle de l'Iran en 1979 qui était conduite par des religieux mais les convictions (et les divisions) religieuses restent profondes. Les Hachémites et ceux qu'ils ont soutenus, comme le Hamas, se sentent-ils sur la défensive ? En tout cas, les conversations entre Ramallah et Gaza laissent prévoir, d'un commun accord, de nouvelles élections en Palestine. Mahmoud Abbas entend toujours demander à l'ONU, en septembre de reconnaître l'État palestinien. Dans les révolutions arabes l'existence de l'État israélien n'a pas été mise en question.

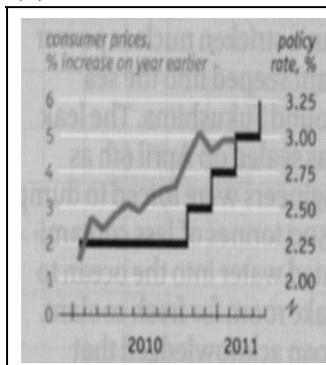
Le contraste reste grand, dans le monde musulman, entre la Turquie, d'une part, où un parti aux références religieuses aura réussi, mieux que ses prédécesseurs, à soumettre l'armée et à développer l'économie et la zone Pakistan-Afghanistan où militaires et combattants défendent des pratiques qui semblent appartenir à un autre âge de l'humanité. Les Occidentaux, Américains en tête, cherchent toujours la façon de s'extraire de cette région.

## La Chine et les autres « Brics »

Les États-Unis ne sont pas seuls à souffrir des agences de notation. La Chine n'a toujours pas gagné son AAA. Non pas en raison de sa dette publique — elle est à peine supérieure à 20 % du PIB — mais à cause des crédits bancaires aventureux, dans l'immobilier au premier chef. Si l'État les reprenait à son compte il pourrait lui en coûter jusqu'à 30 % du PIB selon Fitch. Maintes entités locales sont également très endettées. Autre préoccupation : une hausse des prix qui approche d'un rythme annuel de 6% conduisant à une hausse du taux de la banque centrale — **GR P**. Dès lors les autorités demandent aux banques de freiner l'octroi de crédit en prenant le risque de ralentir quelque peu la croissance. La privatisation de l'économie se poursuit — **GR R**.

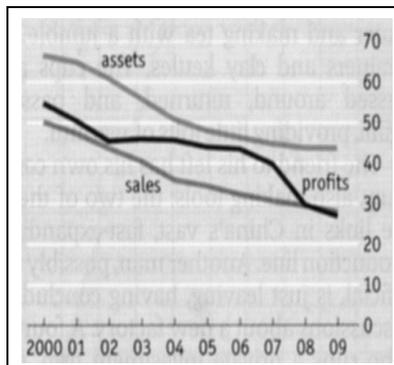
### P – Prix et taux

(G) Prix à la consom. Sur un an  
(D) Tx d'interv. % *The Economist*



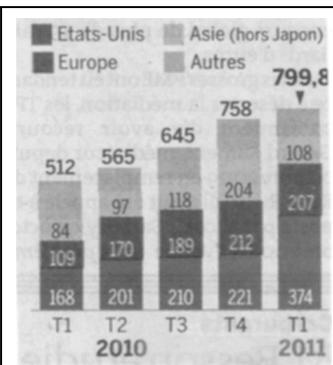
### R – Entreprises publiques : Une place qui se réduit

*The Economist*



### S – Fusions-acquisitions

montants en milliards \$  
*Thomson Reuter*



Le gouvernement est surtout attentif à ce que les révoltés arabes ne fassent pas d'émules ; il réprime brutalement tout signe de protestation et on croit noter des dissensions en son sein quant à la façon de faire face aux contestataires.

## Les marchés financiers, résistants, sont-ils corrigés de leurs fragilités ?

Les marchés d'actions ont traversé les événements qui viennent d'être rappelés — Fukushima, révoltes arabes, mise en question de la note AAA de la dette américaine — sans secousse majeure. Il est vrai que la croissance mondiale reste forte, que les grandes firmes cotées en profitent et que leur niveau de capitalisation semble modéré. Signe de leur aisance, les opérations de fusion-acquisition, OPA comprises, ont retrouvé un rythme soutenu — **GR S** (page précédente).

Par contre, dans son rapport d'avril le FMI rappelle le niveau d'endettement élevé, voire inquiétant, qui reste celui de nombreux ménages et États (USA et Japon en tête), la nécessité d'une utilisation moins dangereuse de l'effet de levier et, qu'à l'avenir, les porteurs d'obligations et non les États supportent les pertes bancaires. Les bilans bancaires doivent, à son avis, être renforcés ; en Europe notamment. Les tests de résistance bancaires doivent être plus « rigoureux et plus réalistes », les risques systémiques prévus et prévenus.

Si les revues spécialisées rapportent nombre de travaux en cours pour améliorer la sécurité du système financier, il demeure très difficile de savoir ce qui a effectivement été mis en place et fonctionne.

Jadis prisées — et encouragée par Greenspan — les opérations de titrisation sont réexaminées avec suspicion ; elles fournissent un des supports de ces opérations de crédit qui auront échappé aux règles et aux contrôles de l'activité bancaire, ce *shadow banking* dont l'encours aurait atteint, aux États-Unis, à la veille de l'éclatement de la crise financière, 30 billions \$. On sait aujourd'hui que les *hedge funds*, acteurs essentiels de ce shadow banking, devant faire face à des demandes de remboursement de leurs parts, ont été forcés de vendre au plus fort de la crise financière et que, ce faisant, ils l'ont fortement aggravée.

Deux rapports sur la crise financière de 2008 ont été rendus publics aux USA, l'un émane d'une commission bipartisane du Congrès, l'autre de l'administration. Ils soulignent les déviations morales graves qui se sont produites dans des firmes de Wall Street de premier plan, Goldman Sachs en tête : pour s'enrichir ces banques « ont floué leurs clients et le public voire le Congrès lui-même » écrit le second de ces rapports.

Le mode opératoire des agences de notation continue à être scruté de près. La Direction du Trésor leur a consacré un volumineux « Cahier de l'évaluation » et les autorités européennes se sont dites désireuses de les surveiller attentivement... Sur ce point aussi on a bien du mal à savoir ce qui a changé.