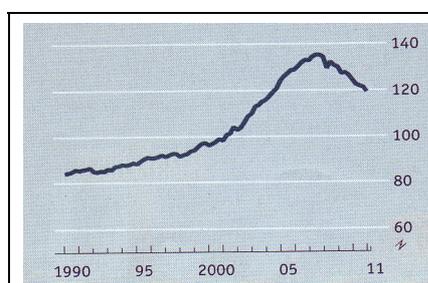


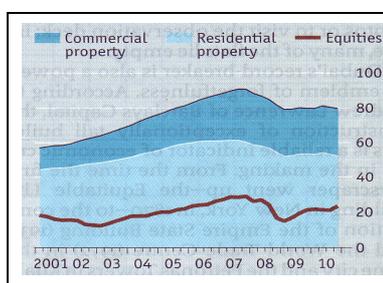
# Notes de conjoncture – juillet 2011

À la morosité des médias, des Européens, des Grecs et de maints Français comme des marchés financiers, à ceux qui, sans prévoir une conjoncture en W, craignent que la reprise ne s'essouffle, le FMI, répond : le deuxième semestre sera meilleur que le premier, le PIB mondial croîtra, comme en 2010, de quelque 4 %, taux à vrai dire fabuleux. Dans le monde, la majorité des chefs d'entreprise est optimiste. Reste que, en Occident, sortir d'une crise immobilière est généralement l'affaire de plusieurs années — il faut résorber un endettement pesant — **Graphique A** — alors qu'on a vu de courtes crises boursières. Les masses de capitaux en cause seraient trois fois plus élevées dans le domaine immobilier — **Graphique B**. Par ailleurs, les mesures de relance ont désormais perdu de leur mordant et la dépense publique n'apparaît plus comme la panacée : l'ultralibéralisme a bien existé et il est certain que la régulation n'a pas été efficace, dans le domaine financier au premier chef. Mais peut-on oublier, pour autant, que les dernières décennies ont enregistré une énorme croissance des dépenses publiques — **GR C** ? Elles auront sans doute atténué la crise mais ne l'auront pas évitée.

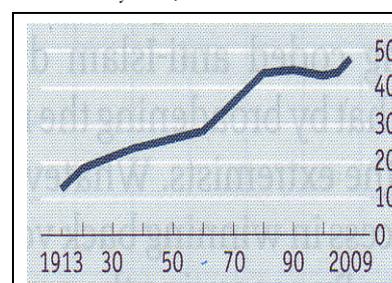
**A – Dettes des ménages US**  
en % de leur revenu disponible  
*The Economist*



**B – Valeur des biens-capitaux**  
Monde riche, trillions \$  
*The Economist*



**C – Dépenses publiques**  
En % du PIB, 13 pays les + riches, moyenne, *The Economist*



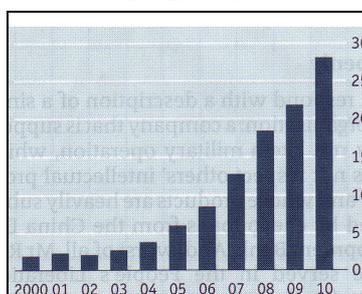
Reste que nous n'allons plus être dans la configuration des premières années du siècle : une politique monétaire américaine ultra-laxiste sans inflation grâce, notamment à l'arrivée de produits chinois bon marché. La hausse des prix est apparue et, avec elle, celle des taux d'intérêt menace. L'inflation à 4 % l'an, pronostiquée voire souhaitée par l'économiste en chef du FMI, ingrédient de dernier ressort et facteur d'injustices pour résorber les dettes ? Bien discutable...

Au cours de la crise comme de la reprise la concurrence est restée forte en de nombreux domaines. Rares sont les entreprises assurées de garder la position de leader qui peut être la leur. Aux USA, sur le marché de la petite voiture, les champions actuels sont les Coréens : KIA et Hyundai. Dans le domaine des télécommunications on a vu le numéro 1 des téléphones portables, Nokia, reculer (et contraint de s'allier à Microsoft pour lutter contre Apple et Google) et le constructeur chinois d'équipements d'infrastructures de communication percer (il se lancera peut-être dans la production de portables) — **GR D et E**.

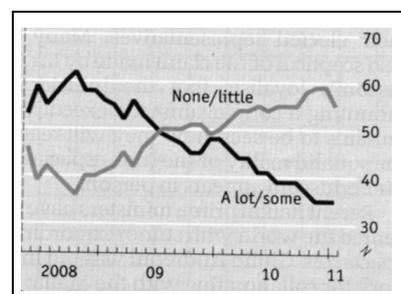
**D – Nokia, cours de l'action**  
En €, *The Economist*



**E – Huawei's**  
Ch.d'affaires, milliards \$,  
*The Economist*



**F – Confiance en Berlusconi**  
*The Economist*



Or, les communications électroniques se sont imposées comme un outil politique majeur.

## Dégagez !

Depuis le début de l'année, que de personnages de premier plan auront quitté la scène ! Drame à New York, conflit politique à Abidjan, désaveu des électeurs à Rome : les causes et les déroulements de ces crises auront été très divers. Que Berlusconi ait contrôlé la télévision privée et publi-

que n'aura pas suffi — **GR F** (page précédente) : les réseaux ne sont pas de son côté or, la vie publique est désormais animée par une combinaison de ces réseaux privés, d'internet et des téléphones portables preneurs et diffuseurs d'images-choc (la télévision étant en arrière plan) que Barak Obama avait su utiliser et qui a forcé Ben Ali et Moubarak à quitter leurs palais. 5 milliards de téléphones portables, aux prix abordables, sont désormais en service dans le monde et internet a quelque 2 milliards d'utilisateurs ; des jeunes surtout, et, au premier chef, ces quelque cent millions de jeunes (chebab) arabes, mieux informés que leurs parents et qui, vaille que vaille, ont une langue commune. Les liaisons en réseau auront défait des régimes usés que de reconstruire un autre modèle politique comme de permettre la remise en marche d'économies où les rentes sont massives et où les talents parviennent mal à s'exprimer. Dans l'ensemble, les démocraties confirment leur résilience : changer de majorité et de têtes par des votes évite les révolutions. Les Portugais écartent une formation qui avait négocié un plan d'aide sévère pour porter au pouvoir des hommes décidés à être plus durs encore...plus d'austérité, plus de privatisations.

Les mollahs iraniens et leurs gouvernants tiendront-ils longtemps alors que les États-Unis engagent contre eux une action interne via les réseaux justement ? Et les alaouites syriens ? Et si les chiïtes perdaient le pouvoir dans ces pays qu'advierait-il du Hezbollah libanais et du Hamas à Gaza ?

Et puis, la Chine. Son premier ministre lui-même admet que des réformes politiques sont nécessaires. Il perçoit les faiblesses d'un régime qui aura organisé une forte croissance assise sur l'exploitation des migrants des campagnes. Bien que privés du droit de grève par la constitution, ceux-ci ont fini par protester et obtenu des augmentations de salaires substantielles (34 % chez Honda).

## Les États-Unis endettés

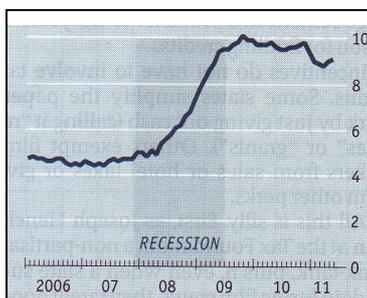
Les prévisions de croissance du PIB des USA ont été révisées à la baisse : moins de 3 % en 2011 ; la crise immobilière se prolonge — **GR G** — et le chômage reste élevé — **GR H** ; le bras de fer entre démocrates et républicains pour réduire le déficit budgétaire s'est prolongé alors que la campagne pour 2012 est, comme chez nous, ouverte. Le Trésor américain fera défaut si un deal n'est pas réalisé avant le 2 août.

L'ère Bush et de la revanche est close. Ben Laden a été tué et la majorité des Américains veut en finir avec l'Afghanistan qui, avec l'Irak a coûté 1 300 milliards de \$ (*The Economist*).

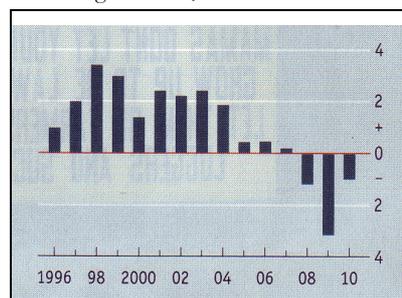
**G – Prix de l'immobilier US**  
*Le Monde*



**H – Taux de chômage US**  
*En %, The Economist*



**J – Moins d'avocats ?**  
*Variation, en %, des emplois dans le légal service, The Economist*



Le candidat déclaré des Républicains, Mitt Romney a, en 2006, mis en place dans le Massachusetts un système de couverture des dépenses de santé assez proche de celui qu'Obama a instauré au plan fédéral...Les projets de TGV sont devenus pour le Tea Party les symboles d'un collectivisme qui écrase l'individu, si confortable au volant de sa voiture.

Un livre de l'historien américain James T. Kloppenberg, rappelle qu'à Harvard le Président avait montré des capacités d'analyse de haut niveau mais que, très conscient, ne serait-ce que par son itinéraire personnel, de la force et de la diversité des communautés il cherche les avancées par le débat et les compromis. Est-il en partie responsable de la diminution des violences dans son pays ?

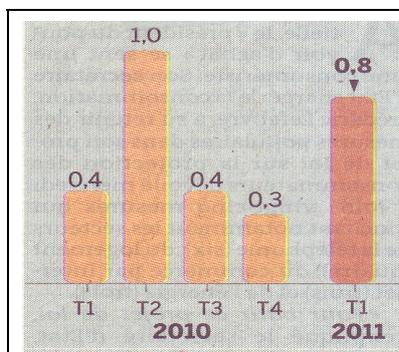
Elle est sensible mais il est vrai qu'on parlait de très haut. Au moment où les Français prennent connaissance des pratiques judiciaires d'Outre-Atlantique, *The Economist* relève que la croissance des effectifs dans ce secteur est stoppée. Moins d'avocats — **GR J** page précédente ?

## Le chantier européen

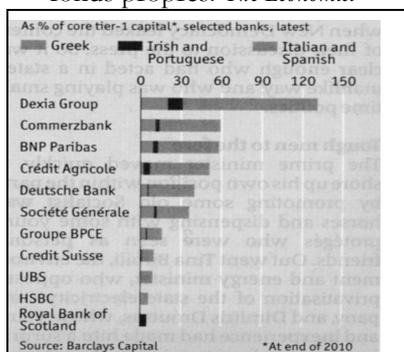
Le FMI vient de relever ses prévisions de croissance du PIB à plus de 3 % pour l'Allemagne et à 2 % pour la zone euro — **GRS K**. Les pays méridionaux ont des difficultés mais les nordiques, Suède en tête (au premier trimestre, PIB : + 6 %, dette publique moins de 40 % du PIB), marchent fort.

Au lieu de s'apitoyer sur les désordres du chantier européen, saluons l'accord du vieux continent sur la candidature à la D<sup>on</sup> générale du FMI comme sur le choix du successeur de Jean-Claude Trichet, Mario Draghi. Et surtout le fait que l'Union secourt massivement ses partenaires en difficultés ce qui n'était pas vraiment prévu à l'origine. Le futur Président de la BCE a exhorté son pays à accepter de profondes réformes.

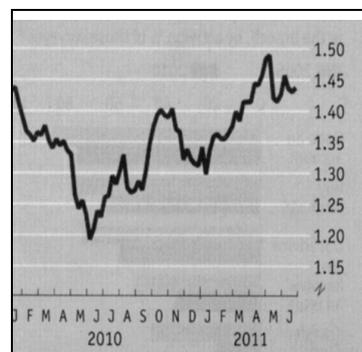
**K – Zone euro**  
croissance du PIB en %, Eurostat



**L – Exposition bancaire**  
Aux oblig.grecques, en % des fonds propres. *The Economist*



**M – Euro contre dollar**



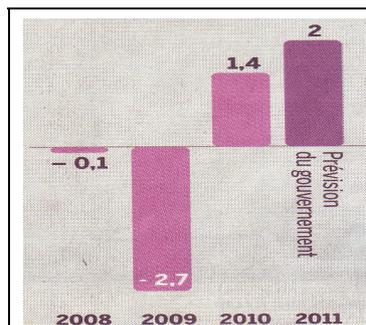
Je maintiens l'opinion que j'avais exprimée lors des précédentes crises européennes : il eut été malsain que les pays en difficulté, telle la Grèce, aient vu leurs problèmes réglés trop facilement, que les conditions d'une nouvelle aide massive n'aient pas été acceptées par le Parlement grec ; du côté des prêteurs et des Allemands au premier chef : ils ne veulent pas qu'on puisse user à vue du distributeur de billets en euros et ils ont raison. Depuis sa renaissance en 1829 la Grèce a fait défaut cinq fois ! Elle continue à avoir un appareil fiscal inefficace et une armée surdimensionnée. Au milieu de ces remous et contrairement aux pronostics de certains, les fluctuations de l'euro ont été, à ce jour, limitées. 48 grands industriels européens viennent de redire les avantages que l'euro leur a donnés. Le Président de la BCE, ayant convaincu Paris qu'il ne fallait pas que la Grèce fasse formellement défaut, Angela Merkel a fini par admettre ce point de vue et s'est satisfaite d'un « roll over » : les créanciers privés sont remboursés mais accordent de nouveaux crédits. Engagements des banques : voir le graphique **L** ci-dessus. De grandes banques françaises avaient anticipé cette solution en annonçant, dès le mois de mai, les provisions qu'elles passeraient.

On comprend que Jean-Claude Trichet ait exprimé, avec une certaine solennité, le souhait que l'Europe se dote d'un ministre de l'économie ; il sortirait de son rôle en disant, plus généralement : un exécutif européen moins falot. L'Europe découvre que les conditions posées à ses aides doivent être suivies de près si elle veut qu'elles soient respectées. « La politique budgétaire doit réguler le cycle conjoncturel et la politique monétaire le financement optimal de l'économie » (Jean-Marc Daniel, *État de l'Union 2011*). Les médias n'ont guère signalé que le Fonds Européen de Stabilité Financière de 750 milliards d'€ avait placé en 15 minutes une première émission d'obligations à cinq ans, dotées du AAA des trois principales agences de notation, à un taux plus faible que prévu (2,89 %). L'Euro se tient fort bien — **Gr M** ci-dessus : conjoncture correcte, balance extérieure équilibrée, bon niveau d'épargne, faiblesse de la conjoncture américaine interventions chinoises peut-être...

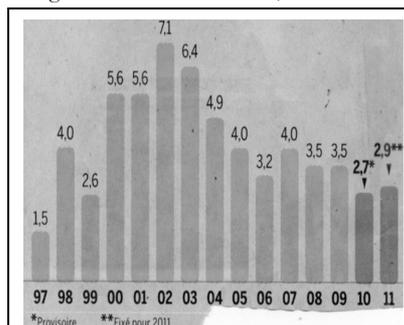
## La France et ses faiblesses

Bercy ayant revu ses prévisions de croissance du PIB 2011 à la baisse et le FMI à la hausse, + 2 % est devenu consensuel (même taux prévu à Bruxelles et à l'OCDE) — **GR N** ci-dessous. Portées par la forte conjoncture mondiale, les firmes du CAC 40 poursuivent un bon exercice : leurs profits devraient se rapprocher du record qu'elles avaient atteint en 2007. Pour l'économie de la France métropolitaine la situation demeure beaucoup plus critique que la majorité des candidats ne le reconnaît. Lourde dette et déficits de la balance extérieure et du secteur public en dépit du fait que, non sans protestations chez les professionnels, les dépenses de santé ont moins dérapé — **GR P** ci après.

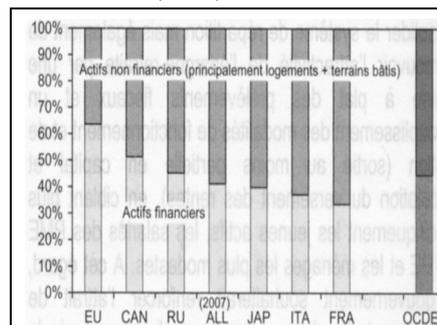
**N – France : var du PIB**  
en %



**P – Dépenses de santé**  
Augmentation en % du Pib, *Don Séc. Soc.*



**R – Patrimoine des ménages**  
en %, 2008, *BNP Paribas*



Le mauvais état de notre commerce international ressuscite les vieilles demandes protectionnistes. Mais Air France n'handicaperait-elle pas, outre elle-même, Airbus en favorisant indûment ses appareils ? Et Airbus est-il vraiment un produit français ou, plutôt, un assemblage typique de l'époque d'éléments venus d'horizons très variés ?

Le déficit extérieur n'est-il pas une raison d'encourager l'énergie nucléaire à la fois parce qu'elle garantit notre production électrique, qu'elle l'a fait, jusqu'ici, à un prix de revient compétitif (qui a incité nos gouvernants à maintenir des prix de vente du kWh qui, trop bas, devront être relevés) et qu'elle va de pair avec des exportations de matériels et de prestations dans ce domaine — quelque 400 000 emplois. Une France qui quitterait le nucléaire exporterait-elle des EPR ? Siemens n'a-t-il pas, logiquement, abandonné ce champ d'activité ? Faut-il imiter les Italiens qui, pour la deuxième fois, viennent de voter pour l'abandon de la production d'électricité nucléaire, alors qu'ils avaient prévu de commander 4 EPR ?

Faiblesse nationale aux origines fort anciennes : nous avons de très belles firmes mondiales mais nos concitoyens gardent, pour le placement de leur épargne, leurs préférences traditionnelles : l'immobilier et le revenu fixe (finançant le déficit budgétaire) — **GR R**. ci dessus. Depuis 2004 la France compterait 2 millions d'actionnaires de moins. La majorité du capital de nos grandes sociétés reste donc entre mains étrangères.

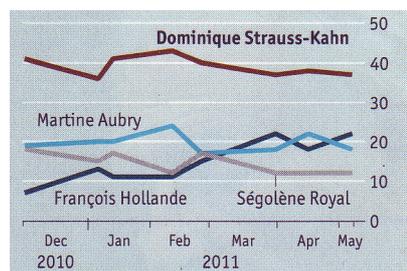
Laurence Parisot proteste contre l'instauration d'une prime à verser aux salariés des entreprises qui augmentent leur dividende. N'avons-nous pas, depuis fort longtemps, des dispositifs d'intéressement du personnel aux bénéfices, anciens et assez puissants ? Continuelle propension aux gestes électoraux qui aboutissent à un empilement excessif de mesures...

La campagne électorale en est au stade de la préparation des primaires. Dirigeants, militants et électeurs du Ps doivent se repositionner dès lors que DSK, qui était en pôle position — **Gr S** — n'est plus dans la course. La crédibilité des candidats de gauche non PS est faible.

À droite, la remontée de la cote du Président est limitée ; un complexe est engagé entre lui et Jean-Louis Borloo dont l'enjeu de capter les voix qui se portaient sur François Bayrou lequel désormais bien esseulé.

**S – Préférences**

Électeurs de gauche en %, *The Economist*

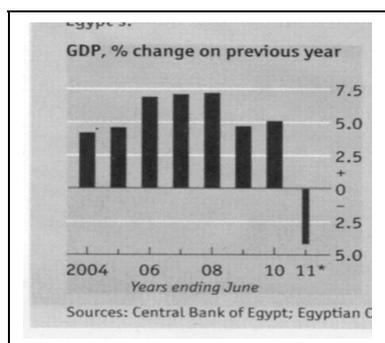


## Ailleurs dans le monde

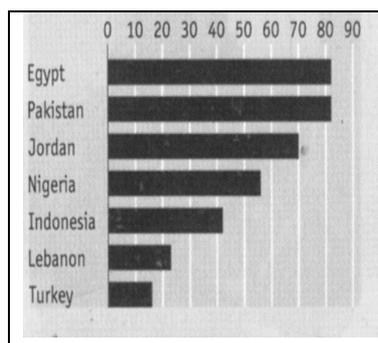
Les incertitudes du monde arabe et musulman ne se limitent évidemment pas à l'Égypte et à la Tunisie, ni même à la Libye (Tripoli sans essence : le litre y vaut 8 \$) à la Syrie et au Liban où le Hezbollah chiite gouverne désormais. Dans le contexte actuel le régime iranien est menacé. Les jeunes que le trucage des élections de 2009 avait mobilisés ont été sauvagement réprimés mais n'ont rien oublié. Chômage et inflation demeurent cependant les autorités viennent de prendre un virage tardif mais énergique en supprimant les subventions qui abaissaient les prix de l'alimentation et du pétrole pour les remplacer par des allocations.

L'Égypte qui, elle aussi, pratique des subventions et son économie reste massivement entre les mains de l'État qui contrôlerait quelque 40 % de l'économie (dont 10 à 20 % par l'armée, on ne sait trop). Comme souvent la révolution fait souffrir cette économie — **Gr T**. La production industrielle a baissé de plus de 10 %. Aujourd'hui, des élections sont prévues en septembre en Égypte et en octobre en Tunisie. Auront-elles lieu de façon ordonnée ? Leurs résultats conduiront-ils à la constitution de gouvernements efficaces, facilitant la reprise des économies ? Qui peut en être certain ? Si des jeunes éduqués ont fait partir les potentats, comment se projetteront dans un système démocratique la majorité des citoyens où les traditions restent fortes comme le montre le **Gr V** ci-dessous (les conditions dans lesquelles l'enquête a été conduite n'ont pas été précisées). Que feront des armées aux pouvoirs considérables ?

**T – Égypte, variation du Pib**  
variation en %  
*The Economist*



**V – Partisans de la lapidation**  
des adultères, avril 2010 en %  
*The Economist*



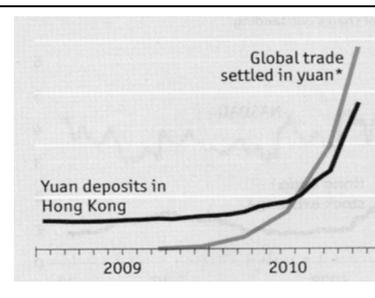
Que deviendront les monarchies, à commencer par la plus importante d'entre elles : l'Arabie saoudite ? On voit mal cette dernière, avec sa famille régnante vieillie, s'avancer sur la voie d'une monarchie constitutionnelle que vient d'ouvrir le Roi du Maroc. (Le numéro d'été de *Commentaire* contient un article documenté d'Henri Froment Meurice sur les chrétiens d'Orient).

Quid d'Israël enfin dont les dirigeants, loin de prendre en compte le nouveau contexte, semblent se crispier tout en défiant leur allié américain (la *gifle* dit Jean Daniel en évoquant l'ovation reçue par Netanyahu au Congrès après un entretien difficile avec Obama). La forte croissance économique que connaît la Cisjordanie calmera-t-elle durablement la demande de reconnaissance de ses habitants ? On devrait en savoir plus à l'automne si la demande de reconnaissance par l'ONU d'un État palestinien est mise en discussion.

Sortir du guêpier constitué par l'Afghanistan (et le Pakistan) : des tribus montagnardes, des populations imprégnées de vieilles traditions, la culture du pavot et ce qu'elle implique, des gouvernants discutables : aucune force étrangère, aisément qualifiée d'occupante, ne semble en mesure d'édifier un état moderne. Une Amérique endettée va donc chercher à mettre fin aux lourdes dépenses de l'armée de métier qu'elle a engagées.

Dans l'Orient extrême les observateurs scrutent le paysage chinois. La croissance va-t-elle s'y poursuivre au rythme incroyable qui aura été le sien alors que les conséquences de la politique de l'enfant unique vont apparaître. L'inflation va-t-elle se calmer ? L'emprise du système politique et des 80 millions de membres du PC va-t-elle tenir ? La nouvelle classe moyenne acceptera-t-elle les taxes nécessaires au financement d'une meilleure protection sociale ? Les manifestations des ouvriers — mal payés en dépit des hausses de salaires et socialement peu protégés — comme celles des Mongols continueront-elles à être maîtrisées ?

**S – Commerce en yuan**  
Milliards de yuans *The Economist*



Les autorités chinoises amorcent une internationalisation de leur monnaie — **GR S** — à une échelle, pour l'heure, encore modeste mais qui assurerait déjà le règlement de près de 10 % du commerce extérieur chinois..

## Marchés financiers

Les marchés financiers me semblent être comme les électors. Très sensibles à l'écume des vagues et volontiers moutonniers ; mais c'est ainsi. La situation, il est vrai, est ambiguë. Les entreprises privées cotées sont, globalement, prospères. Leurs profits augmentent, les cours stagnent, les valorisations diminuent. Mais maints consommateurs, endettés et contraints, souffrent tandis que les États tirent le diable par la queue. L'endettement conduira-t-il à l'inflation ou à la hausse des taux d'intérêt ?

L'endettement des États conduit à une situation paradoxale que les notations des agences illustrent. Le plus d'État, pour protéger les citoyens ou sauver le système financier a fini par mettre les puissances publiques sous la coupe des marchés : « Plus vous êtes endetté, moins vous disposez de marges et plus vous êtes dépendant des prêteurs, c'est-à-dire des marchés » (Jean-Pierre Jouyet — *Nous les avons tant aimés*, Robert Laffont — qui fut, entre autres postes, Directeur du Trésor).

De surcroît le monde financier subit ou va subir des réformes d'une ampleur peut-être inférieure à ce qui serait souhaitable mais qui apparaît, à la City ou à Wall Street, supérieure à ce que les opérateurs voudraient.

Jacques de Larosière (*Commentaire*, été 2011) relève que les banques centrales, pour éviter l'effondrement du système financier, ont mis à disposition (tout n'ayant pas été utilisé) 3 900 milliards d'euros en Europe (25 % du PIB européen) et 12 800 milliards de \$ aux USA (75 % du PIB américain).

Maints commentaires regrettent, non sans raisons mais non sans excès, la lenteur des avancées des réformes promises dans le domaine financier. « L'objectif est de mettre sur la table, avant la fin de l'année, tous les textes prévus par le G20 » (Michel Barnier, commissaire européen chargé des services financiers). Les États-Unis ont voté une énorme loi dont la portée est encore difficile à apprécier ; les autorités anglaises viennent de prévoir que la banque de détail (dépôts et crédits classiques) devra être érigée en entité juridique distincte au sein des banques de façon à ce que cette entité puisse être, si nécessaire, sauvée par l'État alors que la société mère et les autres activités pourraient être conduites à la faillite. En outre le quota de fonds propre exigé des banques britanniques sera très supérieur à ce que les règles dites de Bâle III, prévoient. Enfin, la supervision des banques qui avait été confiée à une autorité *ad hoc* est à nouveau attribuée à la Bank of England.

Je souhaite un bon été aux lecteurs de ces notes

PC – 26 juin 2011