

## Notes de conjoncture – septembre 2011

### Terrible conjonction

On l'avait bien compris : le monde occidental s'est pris dans une nasse. Les États-Unis avaient mené des politiques irresponsables. La dette publique américaine qui était inférieure à 6 000 milliards \$ quand George W. Bush arrivait au pouvoir, atteignait 10 000 milliards lorsqu'il le quittait, au milieu d'une crise financière due à des folies incontrôlées. Le Trésor public a repris des créances irrécouvrables et, pour relancer l'économie, accepté le coût de mesures de relance. Résultat : une dette de plus de 14 000 milliards dont environ le tiers est détenu par des étrangers et dont la maturité moyenne est courte : cinq ans. L'Europe de la zone euro a, quant à elle, instauré une monnaie sans l'État et la gouvernance qui doivent en être le corollaire ; déficits excessifs et économies insuffisamment efficaces avaient survécu.

Mais qui avait prévu cette rare conjonction de mauvaises nouvelles qui nous a accablés au mois d'août ? D'abord, la dégradation de la dette publique américaine, par l'agence chinoise Dagong et surtout par Standard & Poor's, le Congrès américain, focalisé sur des élections déjà proches, se montrant incapable d'élaborer un programme budgétaire et fiscal adéquat. « La machine politique américaine, mes institutions politiques sont devenues moins efficaces, moins stables et moins prévisibles » souligne Stand & Poor's.

Ensuite, une laborieuse recherche de ressources considérables requises pour venir en aide aux membres de la zone euro en difficulté. Les médias anglo-saxons, ceux de Rupert Murdoch en tête, sont trop heureux de mettre en exergue des discussions (et des délais) qui, à mes yeux, n'ont rien de surprenant dès lors qu'il faut mettre d'accord 17 États démocratiques, dotés, eux aussi, de parlements et ce, pour accomplir une mission qui n'était nullement prévue lors de la création de la zone euro. On finit par se demander si nombre de nos amis anglais ne perdent pas leur bon sens dès qu'ils voient le vieux continent s'organiser.

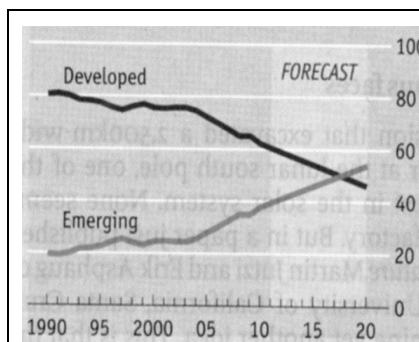
Enfin, après un premier semestre qui semblait avoir été brillant en Amérique et en Europe, des révisions, des données ou des enquêtes ont, brusquement dessiné un futur plus sombre. « *Time for a double dip ?* » titrait *The Economist* du 6 août avant de répondre par la négative. Des enquêtes de *The Economist intelligence unit*, conduites les unes au printemps et les secondes au début de l'été montraient un changement de climat dans le monde des affaires de la quasi-totalité des pays. D'un net optimisme on est passé à une attitude beaucoup plus réservée. Chacune des mauvaises nouvelles conduit à des interprétations négatives des autres.

Médias et boursiers n'ont-ils pas perdu de vue qu'en juillet la production industrielle chinoise était en hausse de 14 % sur juillet 2010 ? Ont-ils assez en tête le **graphique A** ci-dessous.

#### **A – Parts du PIB mondial**

En %, selon les tx de change des marchés  
*The Economist*

---



Ne sont-ils pas trop focalisés sur l'Occident ? Rappeler 1929 est-il justifié alors que les relations entre les grandes puissances qui, sans ressembler à un ciel bleu sans nuage, n'ont rien à voir avec les agressivités nationalistes et les protectionnismes massifs de cette époque. Une part essentielle du commerce international correspond aujourd'hui à des échanges au sein des grands groupes internationaux ou avec leurs affiliés. L'exemple de l'iPhone est bien connu, mais chez Airbus ou Boeing la moitié de la valeur ajoutée vient de sous-traitants du monde entier. Des firmes françaises profitent de la vente de Boeing, des américaines des ventes d'Airbus. La vie industrielle ne supporterait pas la fermeture des frontières.

Deux bonnes nouvelles tout de même. *Primo*, la chute des cours des matières premières qui, à mi-août, était de l'ordre de 10 % : gain de pouvoir d'achat pour les ménages des pays importateurs et moindre déficit extérieur de ces derniers. Le progrès de la production de gaz de schiste aux USA va dans le même sens ; il assure aujourd'hui le quart de la consommation de gaz du pays (moins de 5 % en 2005). *Secundo*, le Japon, son économie et ses entreprises, après la catastrophe de Fukushima, se relèvent plus rapidement qu'on ne l'avait craint.

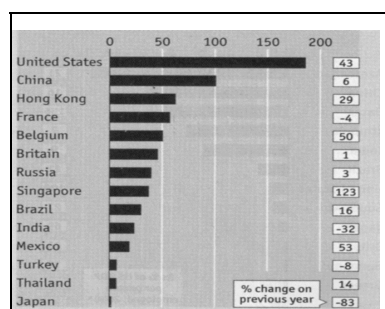
Je me demande, mais c'est bien une question car les données factuelles font défaut, si les opérateurs — sur les marchés financiers comme sur ceux de matières premières — n'ont pas gardé, en dépit de la crise de 2008, un poids très excessif par rapport aux investisseurs dont l'archétype demeure Warren Buffett. Une étude du Centre d'Analyse Stratégique (dont Contrat-social a effectué des extraits) montre le rôle énorme que les fonds domiciliés dans des centres offshore et le *shadow banking* (opérations bancaires non déclarées comme telles) continuent à jouer. Ce point est développé plus loin.

### Mauvaise passe pour les États-Unis

La croissance du PIB au premier trimestre 2011 a donc été très fortement révisée à la baisse : +0,4 % (en rythme annuel) au lieu de + 1,9 %. Mais c'est toujours vers les USA que flux d'investissements directs (FDI) étrangers sont les plus élevés **GR B** ci-dessous.

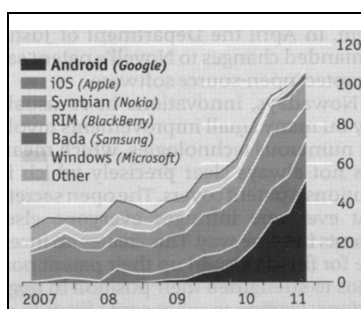
#### B – FDI 2010

Milliards €, *The Economist*



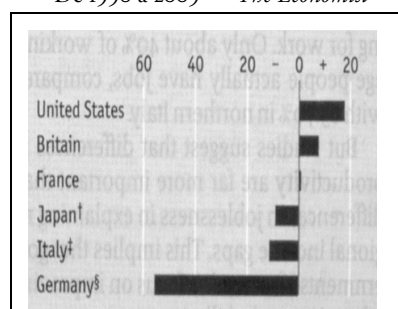
#### C – Systèmes d'exploitation

Téléphones portables — *The Economist*



#### D – Évolution de l'écart entre riches et pauvres

De 1990 à 2009 — *The Economist*



C'est aussi le pays le plus inventif et où la concurrence, évidemment exigeante, pousse au progrès. Les tablettes font leur place à côté des PC, le livre numérique gagne rapidement du terrain et les leaders du téléphone portable changent — **GR C** ci-dessus. Apple, après une hausse de ses ventes de 50 % au deuxième trimestre par rapport à la même période de 2010, a, en trésorerie, 76 milliards

de \$ ! Le premier acteur mais aussi le plus grand bénéficiaire de la mondialisation restent bien les USA. Ils ont, aussi, une démographie favorable. Bien meilleure que l'allemande bien sûr mais aussi que la chinoise (voir ci-après). Il n'en demeure pas moins qu'ils sont dans une mauvaise et durable passe : il faudra des années pour réduire l'endettement excessif dû aux folies combinées du monde financier et de l'administration Bush (une guerre financée par... des baisses d'impôt, des régulateurs aveugles).

La santé reste un domaine où la concurrence joue mal et où les prix sont souvent exorbitants ; la loi Obama entend permettre aux assurés de choisir leur prestataire mais de multiples actions en justice freinent cette volonté. Et le *Tea Party* crie haro sur la loi. Maints lobbies aussi.

Le contexte politique américain, au lieu de permettre l'élaboration de politiques réalistes risque de prolonger la mauvaise passe. Le système initié par les fondateurs de l'État fédéral aura fait preuve dans l'histoire d'une résilience record tandis que la France connaissait cinq républiques, trois rois et deux empereurs... Cependant, il est probable que la durée du mandat des représentants — deux ans — soit trop courte ; la réélection est pour eux une obsession qui peut leur faire perdre de vue les intérêts du pays. Et, là aussi, la machine Murdoch (et ses émules) souffle sur le feu. Elle soutient le *Tea Party* qui détient de fortes positions au sein de la Chambre des représentants. Standard & Poor's l'a relevé : le monde des décideurs politiques est devenu « moins stable, moins efficient et moins prévisible. » Le comité bi-partisan censé proposer des mesures propres à réduire, en 10 ans, le déficit budgétaire de 1 500 milliards \$ atteindra-t-il cet objectif, avant le 23 novembre, date butoir qui lui a été fixée ?

On peut en douter sans perdre de vue, pour autant, un autre atout majeur dont disposent les États-Unis : selon les calculs de l'OCDE la pression fiscale y est voisine de 30 % du PIB contre quelque 50 % en France ou en Allemagne. Il y a de la marge. Si les Américains veulent des services publics convenables et une protection sociale acceptable ils devront, comme les Européens, se résigner à payer plus d'impôt, TVA ou impôts directs. Warren Buffet appelle les parlementaires à user de ce dernier moyen. « Nous les méga riches, leur écrit-il, nous bénéficions d'exemptions extraordinaires. Mes impôts sur le revenu absorbent 17 % de ce dernier alors que des salariés de mon entreprise payent entre 33 et 41 %. Notre imposition est bien plus faible qu'elle n'était dans les décennies précédentes. » L'Allemagne et la Suède ne montrent-ils pas que forte pression fiscale, niveau de vie élevé et balance extérieure positive sont compatibles ?

Les disputes de ces derniers mois ont affecté la popularité du Président. Lui qui cherche toujours le compromis n'a pas réussi à l'obtenir. Pour sortir de la crise n'a-t-il pas trop ménagé le monde financier ? On peut se demander, comme un auteur américain d'un livre intitulé *Age of greed*, si la page a vraiment été tournée sur les folies des financiers. Les traders et le système financier qui les abrite sont un des éléments clef des inégalités qui se sont accentués ces dernières années : **GR D** page précédente. Celles qui vont de pair avec la mise en œuvre de talents productifs, sont utiles, voire indispensables aux décollages. Mais quid de celles qui proviennent de manipulations à la fraction de seconde dont on cherche en vain la valeur ajoutée ?

### **Mais si ! le chantier européen avance**

En juillet encore toute une partie de l'Europe allait fort bien. On prévoyait ainsi, en 2011, une croissance du PIB de plus de 3,5 % pour l'Allemagne et de plus de 4 % pour la Suède. Les ventes (mondiales) de Volkswagen avaient progressé de plus de 25 % au 1<sup>er</sup> semestre par rapport à la même période de l'an passé et le constructeur espérait toujours devenir le numéro un mondial. De son côté Airbus a engrangé des commandes record dont la plus grosse de son histoire : 230 A320 plus 365 options venant d'American Airlines qui se fournissait jusqu'alors en exclusivité chez Boeing. Pour l'ensemble de la zone euro on prévoyait, pour 2011, une croissance du PIB proche de 2 %.

Puis sont venues non seulement la funeste conjonction évoquée au début de ces notes mais aussi l'annonce d'une quasi-stagnation du PIB allemand au 2<sup>e</sup> trimestre, l'INSEE allemand tablant néanmoins sur + 3 % pour 2011, la Bundesbank prévoyant « environ » 3 %.

Les semaines écoulées ont aussi été marquées, pendant quelques jours, par de violentes émeutes urbaines en Grande Bretagne. Elles ne sont pas sans analogies avec ce qui a été observé en France — une violence policière servant de déclencheur — mais aussi en Afrique du Nord : les portables et appareils assimilés — des BlackBerry en l’occurrence qui détiendraient près de 40 % du marché chez les jeunes Anglais — contribuant à amplifier les mouvements. Comme partout aussi, il est très difficile pour des jeunes de milieux défavorisés, immigrés ou non et, notamment, pour ceux qui ont connu l’échec scolaire de trouver un emploi et de fonder un foyer. Ils deviennent disponibles pour la révolte ou l’appartenance à des bandes ou les deux.

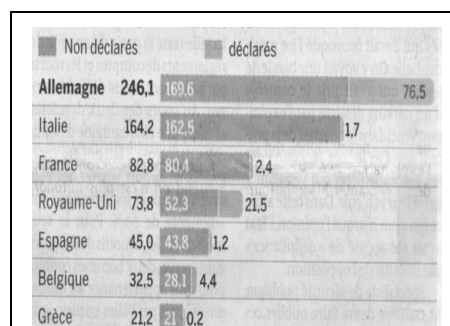
En Angleterre également, le système Murdoch a montré ses vices et ses faiblesses et rappelé que les opinions publiques pouvaient être fortement orientées, y compris vers de fausses pistes. Les médias (mon cher *Economist* y compris) braquent leurs projecteurs sur les difficultés de la zone euro alors que la forte dépréciation de la livre intervenue ces dernières années n’a engendré ni un rebond des exportations ni une croissance convenable (+ 1,5 % en 2011 ?) mais, par contre, une hausse des prix qui a obligé la Bank of England à relever ses taux. Pas de quoi pavoiser.

### E – Change euro/\$



### F – Clients des banques suisses

Avoirs milliards €, 2007 - *Le Monde/Helvea*



« Crise de l’euro ? » Habituellement, s’agissant d’une monnaie, une telle formulation correspond à une baisse sensible de son taux de change. Tel n’est pas le cas — **GR E** — et la balance extérieure de la zone est à l’équilibre ce qui n’est le cas ni des USA ni de la Grande-Bretagne.

Mais comment ne pas convenir que la zone euro peine à s’organiser ? Comme les Britanniques : nous avons un passé, une histoire pleine de batailles et des particularismes bien enracinés. « Plus la mondialisation économico-technique avance, plus les particularismes politico-culturels refont surface, pour le meilleur comme pour le pire. » (Régis Debray, *Le Débat*, novembre 2010). Flamands et Wallons ne parviennent pas à s’entendre et dans des pays aussi civilisés que la Hollande, le Danemark ou la Finlande des mouvements nationalistes se manifestent conduisant les gouvernements à conditionner leur aide à la Grèce à des compensations aberrantes. Ce n’est que très lentement aussi que s’isolent les partisans de violences en Irlande, au pays Basque ou en Corse (mais le mouvement est bien en cours). Il faut des crises sérieuses pour vaincre les particularismes.

Anglais et Français ont décidé, ensemble, d’intervenir en Libye, l’Allemagne a refusé de se joindre à eux. Et les Anglais ont refusé que se crée à Bruxelles un quartier général militaire. L’OTAN oui, l’Europe entité militaire ? Non.

Les opérateurs des marchés rejettent évidemment le vœu exprimé par Angela Merkel et Nicolas Sarkozy de taxer les transactions financières, vœu irréalisable en raison des oppositions américaine et anglaise. La décision franco-allemande la plus constructive est celle de tendre à une unification de l’impôt sur les sociétés. On oublie trop que les pays de la zone euro ont un impôt commun largement harmonisé : la TVA (invention française). L’Irlande a accepté de « participer aux discussions sur le projet de directive sur l’assiette commune consolidée pour l’impôt sur les sociétés. » Mais quid du taux d’imposition irlandais ?

Ce n’est pas un hasard si le moment était venu de signer un accord entre, d’une part, la Suisse et, de l’autre, l’Allemagne et la Grande-Bretagne lequel va assujettir les revenus des avoirs non déclarés

— **GR F** ci-dessus — à un impôt substantiel. La Suisse sait qu'elle ne peut ignorer les avancées, fiscales entre autres, de la construction européenne.

Un enchaînement positif est concevable : fiscalités rapprochées, règles budgétaires et politiques économiques communes. Ce sont des préalables nécessaires à des emprunts communs, à l'émission d'euro-obligations.

Les dangers actuels sont propices à des avancées et elles auront lieu mais, comme tout compromis, elles feront crier les uns et en décevront d'autres. Les Français se demandent s'ils ont les moyens de prendre en compte une part de la dette portugaise ou grecque. Sans parler de celle de l'Italie. Les Allemands qui ont beaucoup payé, d'abord pour reconstruire leurs Länder de l'Est saccagés par le communisme puis pour rétablir leur compétitivité n'ont aucun enthousiasme pour aider des Grecs qui fraudent si largement le fisc. Emprunter via des euro-obligations leur coûterait plus cher que de le faire sous leur signature. La ratification par le parlement et la Cour constitutionnelle de l'accroissement des moyens du fonds de stabilité ne sera pas un parcours aisé.

En effet, le Fonds de stabilité créé en 2010 pouvait faire face aux difficultés de l'Irlande, de la Grèce ou du Portugal qui, ensemble, représentent moins de 7 % du PIB de la zone euro. En juillet les moyens du fonds ont été accrus pour qu'il soit en mesure, d'ici peu de mois espère-t-on, d'aider l'Espagne ou l'Italie. Dans cette perspective, la BCE, en acquérant des titres de la dette de ces deux pays — à hauteur de 100 milliards € à fin août — a pu faire baisser de façon sensible les taux d'intérêt qui y sont attachés. Le premier ministre chinois a, de son côté, indiqué que son pays continuait à acheter des obligations publiques de plusieurs pays européens.

*En Europe, Grande-Bretagne comprise, comme aux États-Unis il est très difficile de combiner cette vigueur de l'économie nécessaire au bien-être... et à des rentrées fiscales substantielles et une réduction des dépenses publiques.*

Le traité de Maastricht avait admis que les finances publiques des membres de la zone euro puissent être en déficit de 3 % (on calculait qu'avec une croissance du PIB de près de 3 % et une inflation de quelque 2 % l'an la dette publique pourrait demeurer inférieure à 60 % du PIB). France et Allemagne après avoir allègrement franchi la ligne jaune prônent aujourd'hui une « règle d'or » inscrite dans la Constitution : zéro déficit.

En même temps ressurgissent, à Wall Street et dans la City au premier chef, des craintes à l'égard des banques européennes et, françaises, notamment. Les banques ont eu beau accepter (voire proposer) sans cri de prendre une part de l'allègement des échéances proches de la dette grecque et (90 d'entre elles) passer sans encombre les derniers *stress tests* on les soupçonne de difficultés sans doute imaginaires ; il est vrai que ces tests ne retenaient pas l'hypothèse d'un défaut de dette souveraine. On peut être assuré, en tout cas que ni les États ni la BCE ne laisseraient tomber leurs banques.

Le tourisme, l'installation de retraités, la construction immobilière, les services publics et les prestations sociales constituent une large part des ressources de la vie de toute la partie méditerranéenne de l'Europe. Y compris en France comme l'a bien montré Pierre Veltz. Les rentes de toutes sortes abondent et les talents ne s'expriment pas par suffisamment de réalisations exportables. Athènes comme Paris manque de taxis et leurs chauffeurs se mettent en grève lorsqu'on veut augmenter un nombre cartellisé. Tant que la marée est haute et le crédit abondant tout va. Lorsque la conjoncture devient hésitante et que la mer se retire (la baisse du PIB grec approchera de 5 % en 2011) on découvre les déficits publics et extérieurs, autrement dit la difficulté des trop petites entreprises à vivre la mondialisation. Dans cet esprit j'annexe à ces notes des extraits (assez épars je le reconnais) d'une étude récente de *The Economist* sur l'Italie (Document 2 joint à ces notes).

La Commission européenne, la BCE et le FMI ont fini par installer des équipes permanentes communes pour surveiller l'exécution des engagements pris par la Grèce, dans le domaine des privatisations notamment.

## La France a le dos au mur mais elle en prend enfin conscience

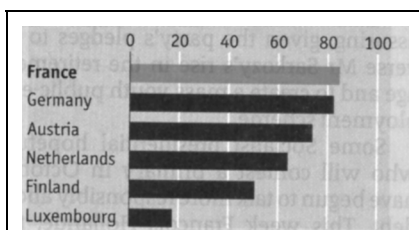
La France est, comme tout l'Occident, frappée par les menaces d'affaiblissement de la croissance. Il y a peu un rare consensus des prévisionnistes publics et privés tablait sur une croissance du PIB de 2 % en 2011. La nouvelle prévision gouvernementale — +1,75 % — se vérifiera-t-elle ? Elle conduit à rechercher des recettes fiscales supplémentaires. Elle est, surtout, insuffisante pour que le chômage puisse se résorber.

Mais, fait majeur à mes yeux, on constate que dans des domaines essentiels comme celui des universités ou de l'enseignement secondaire, l'opinion française évolue et admet que des changements sont indispensables si le pays veut tenir dans la compétition mondiale et assurer le bien-être de ses citoyens. En commençant par Maurice Lévy, Président de Publicis et de l'Association des (grandes) entreprises privées, un ensemble de personnes fortunées trouve normal que les plus riches participent à l'effort national.

On voit des responsables politiques, François Fillon en premier, partir au combat. Qui parlait de « règle d'or » jusqu'ici ? Et, l'opinion publique suit. Un sondage IFOP à la mi-août montrait que plus de 80 % des personnes interrogées s'inquiétaient du déficit public et du poids de la dette. Plus de 50 % déclarent que la réduction de cette dernière était prioritaire. On sent bien que notre AAA est fragile — **GR G & H** — et plusieurs leaders de la gauche le reconnaissent et admettent la nécessité d'une rigueur devenue inévitable.

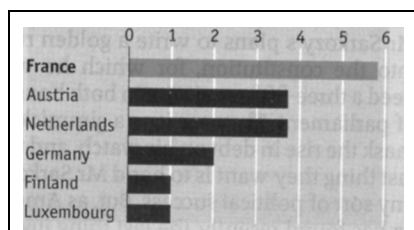
### G – Dette publique

Pays européens AAA, % Pib, 2011  
*The Economist*



### H – Déficit public

Pays européens AAA, s % Pib, 2011  
*The Economist*



L'évolution des esprits, dans une démocratie qui va voter (dès septembre pour le renouvellement de la moitié des sièges sénatoriaux), est évidemment un élément essentiel. En effet, si la France est occidentale elle garde un côté méditerranéen et rural, très traditionnel et peu favorable aux adaptations que demandent la mondialisation ou la démographie. Elle a admis que pour pénibles (et imparfaites) qu'aient été les mesures prises dans le domaine des retraites, elles devaient être acceptées et que des grèves n'étaient pas une façon de répondre à des questions posées par le Conseil d'Orientation des Retraites auquel participent les syndicats.

Ce n'est pas le lieu de développer ma conviction que les faiblesses, sérieuses, de notre société sont mieux reconnues. Mais, à toutes fins utiles j'annexe à ces notes (Document 3) un curieux travail, passablement kaléidoscopique, mené à bien au gré des pluies estivales : des extraits des nombreux... extraits de documents traitant de l'économie française préparés dans le cadre de Contrat-social.

## Le Tiers-monde

### Afrique du Nord et Proche-Orient

Entre l'Égypte, 80 millions d'habitants, et la Tunisie, 10 millions, la Libye n'en a que 6 millions et sa géographie a rendu et rendra difficile son gouvernement. Mais la rébellion, après celles de ses voisins qui n'ont pas eu de caractère religieux, a brisé un autre tabou : elle a fait appel à des puissances occidentales. Dans sa reconstruction la Libye parviendra-t-elle à retrouver son autonomie et à étouffer la violence ? Si oui, les trois révolutions d'Afrique du Nord auront connu (ou retrouvé) un « triple refus : non à la violence, à la confessionnalisation et à l'internationalisation » (Jean-Pierre Filiu, Professeur à Sciences-Po Paris) De son côté la

communauté internationale, en approuvant l'intervention américano-franco-britannique a créé un précédent historique majeur : le droit à l'intervention dans un conflit interne.

La Libye a, grâce au pétrole, un PIB par habitant supérieur à celui de ses voisins mais la majorité de ses citoyens ne l'a guère ressenti. Au Moyen-Orient comme en Afrique du Nord la difficulté des jeunes hommes à trouver un emploi correctement rémunéré explique que la moitié d'entre eux ne sont pas mariés, taux très élevé par rapport aux autres pays en développement. Ils n'en sont que plus disponibles pour la révolte. Jean-Marc Daniel a montré, dans un article de *Sociétal* du 1<sup>er</sup> trimestre, que la caractéristique commune de ces économies arabes était un système de rentes perçues par une minorité et la faiblesse d'une classe d'entrepreneurs efficaces jouant le jeu de la concurrence. Rentes et corruption vont de pair. L'absence de pratiques démocratiques et l'impossibilité de contester les positions de pouvoir joue même chez les frères musulmans dont certains dirigeants sont en place, comme Moubarak l'avait été, depuis des décennies.

Daniel Lebègue cite un bulletin confidentiel de la City qui chiffre à 225 milliards \$ les avoirs détournés par les dirigeants des pays arabes et d'Afrique et transférés à l'étranger. 40 % seraient placés à Londres ou à Jersey et Guernesey et 30 % en Suisse.

Au moment où la question du statut de la Palestine va, à nouveau, se poser, les relations d'Israël avec ses voisins ne s'améliorent pas ; elles se sont même détériorées avec l'Égypte. Une partie des Israéliens proteste : moins de colonisation, moins de dépenses militaires, plus de logement et de pouvoir d'achat souhaitent-ils.

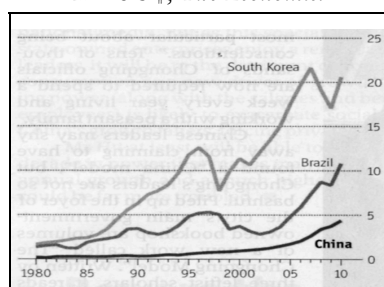
### Chine

On admire le dynamisme du secteur privé, dont l'importance a grandi, mais le secteur public, collectivités locales comprises, est encore d'un poids très lourd. Sa rentabilité et sa gestion semblent médiocres (Voir « special report », China, juin 2011, *The Economist*) et la corruption reste répandue comme la gestion du réseau des TGV vient de le montrer.

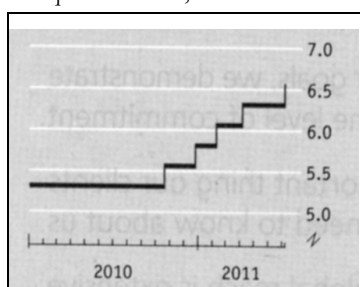
Ni la croissance fabuleuse de son industrie ni les avoirs en devise que la Chine accumule ne doivent dissimuler ses faiblesses, présentes et prévisibles. Le niveau de vie des Chinois reste très bas par rapport à celui de leurs voisins, Coréens du Sud, par exemple — **GR J**. Loin de fermer les yeux, le premier ministre lui-même a qualifié l'économie d'« instable, déséquilibrée, mal coordonnée et insoutenable. »

Reconnaissant ces faiblesses, les autorités réagissent. Face à une forte inflation, le taux d'intervention de la banque centrale a été relevé par étapes et, par étapes aussi, le taux de change du yuan a été abaissé (7 % en un an) — **GR K et L**.

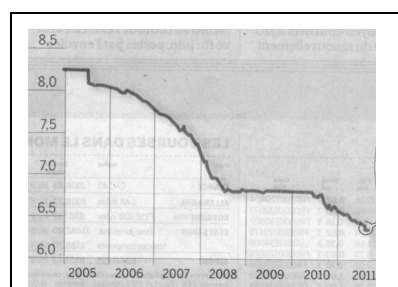
**J - PIB par personne**  
milliers \$, *The Economist*



**K - Taux-prêts à un an**  
Bque de Chine, *The Economist*

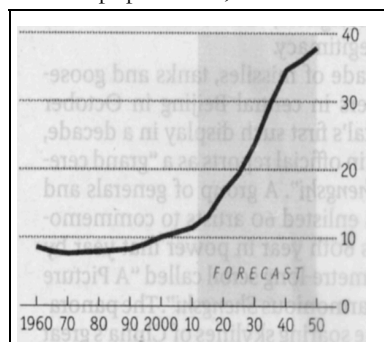


**L - Cours du \$ en yuans**  
*Le Monde*

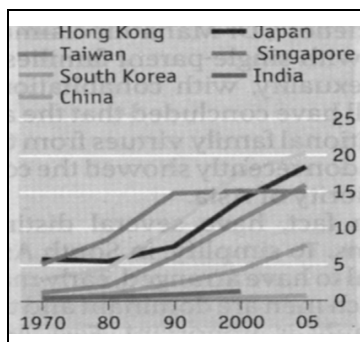


Si la Chine connaît ses trente glorieuses, les siennes n'ont comporté, jusqu'ici, ni l'instauration d'un véritable état de droit ni une bonne couverture des risques sociaux (l'épargne privée cherche à compenser cette absence) et, au lieu d'encourager les naissances comme nous l'avons fait, Mao et le PCC ont forcé leurs compatriotes à les réduire : 1,4 enfant par femme actuellement ! Les résultats vont se manifester dès la décennie en cours : stabilisation du nombre de jeunes adultes, croissance des plus de 65 ans — **GR M**. Encore la Chine continentale ne connaît-elle pas un phénomène qui s'est répandu en Asie (et à Hong Kong) : le rejet croissant d'une fraction des fem-

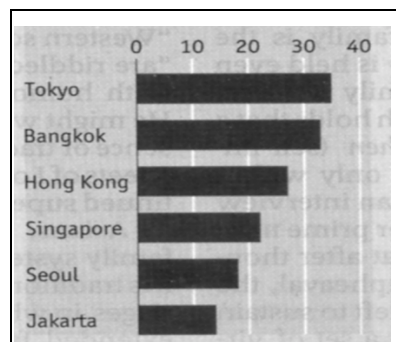
**M - Les plus de 65 ans**  
% de la popul.active, *The Economist*



**N - % femmes non mariées**  
*The Economist*



**P - % femmes non mariées**  
*The Economist*



mes du mariage et de la maternité qu'analyse un long article de *The Economist*, août 2011 — **GR N & P** page précédente.

### La re-régulation du monde financier

Dans un article paru dans la *Revue d'économie financière*, (des extraits de cet article ont été préparés dans le cadre de Contrat-social), qui, à mes yeux, est d'une très grande qualité, Jacques Mistral, ancien attaché financier français à Washington, après avoir rappelé les ambitions du G20 lors du sommet de Washington de novembre 2008, note les avancées réalisées depuis comme les échecs rencontrés. « On voit la différence qui sépare un accord sur des principes et des objectifs généraux et la rédaction de règles et d'engagements précis. [...] Il y a heureusement une bonne convergence de vues de part et d'autre de l'Atlantique sur les origines de la crise ; s'il fallait les résumer brièvement, on dirait trop de dettes, trop de levier. [Mistral, op.cité]

« Sans le sauvetage organisé par Washington, Wall Street aurait été réduit à néant. » [idem] Mais le séisme a laissé des ruines colossales. « Dans le top 20 des institutions financières américaines, huit ont soit fait faillite, soit été contraintes de fusionner. C'est le cas de AIG, Bear Stearns, Wachovia et Washington Mutual. Or ces institutions représentaient presque 25 % des actifs du système financier américain. » [Revue d'économie financière] À lui seul, le sauvetage d'AIG aura requis 180 milliards \$ d'argent public.

Toutes les banques américaines ne sont pas tirées d'affaire. Bank of America est assaillie de plaintes qui, à ce jour, lui ont coûté plus de 8 milliards \$ d'amendes et de dédommagements. Comme Goldman Sachs en 2009 elle vient de faire appel à Warren Buffet — bonne façon pour redresser sa notation — qui a pris dans son capital une participation à hauteur de 5 milliards d'actions.

On peut comprendre que Barak Obama, s'installant à la Maison Blanche en pleine crise financière et voulant tout faire pour que l'économie redémarre, ait renoncé à un affrontement avec Wall Street, gravement blessé mais pugnace. Mais le résultat est là : si de sérieux progrès ont été accomplis, « nombre des mécanismes qui ont contribué à l'accumulation des dangers sont toujours là. » [Mistral, op.cité]

#### *Risques d'ensemble des marchés dits systémiques*

« Au risque de paraître excessivement naïfs, nous pensons que la capacité de diagnostic et de recommandations (*relatives au risque systémique*) se met en place. [...] Il s'agit, pour être simple, d'un processus continu de collecte d'informations, d'analyse technique mêlant approches micro et macrofinancières et enfin de jugement sur l'ensemble de ce bilan. [...] *Les deux conseils du risque systémique, l'europpéen et l'américain*, sont composés de hauts fonctionnaires, de banquiers centraux et de membres des autorités prudentielles. » [idem]

#### *Régulation bancaire*

Progrès là aussi : « après de longues consultations, le Comité de Bâle a finalement délivré en temps et en heure un projet de réformes. [...] On en revient, en partie, à une vision plus traditionnelle



de l'offre de crédit dans laquelle l'originateur du crédit en conserve une part assez substantielle dans ses livres. [...] Mais la finance a une tendance procyclique avérée ; elle déclenche régulièrement des crises. [...] Et, même bien intentionnée, la régulation a toujours des effets secondaires négatifs. La prise de risques est la source ultime du progrès et ne doit surtout pas être découragée. » [idem]

Aujourd'hui « les opérateurs renouent avec le goût du risque et adaptent leur modèle opérationnel au nouvel environnement. Le dispositif prudentiel doit donc pouvoir évoluer de manière à suivre et gérer les risques. » [Banque des Règlements Internationaux, rapport 2011]

Je note aussi que, si la loi Dodd-Frank de régulation financière allouait au régulateur du marché, la SEC, plus d'enquêteurs et des spécialistes mieux formés pour déceler les fraudeurs en col blanc et les spéculateurs à risques, la majorité républicaine à la Chambre a annulé la dotation de 222 millions de dollars supplémentaires prévue dans son budget 2012 pour y parvenir.

Enfin et surtout il n'a pas été remédié au défaut majeur du système : une très large part des opérations bancaires (*shadow banking*) et financières échappe à la régulation en étant domiciliés dans des paradis fiscaux, des Centres *offshore*.

### *Shadow banking et centres offshore*

« L'imbrication et la dépendance fonctionnelle entre places conventionnelles et non conventionnelles constituent le fait le plus marquant de ces dernières années, structurant le marché bancaire et financier en un réseau de nœuds interconnectés. L'analyse du FMI, qui croise les données bancaires et du marché des fonds, fait ressortir un premier groupe central composé des États-Unis, du Royaume-Uni, du Luxembourg, entouré des principaux marchés développés, autour duquel gravite un écosystème constitué des centres *offshore* les plus importants (îles Caïmans, Liechtenstein, Jersey, Guernesey, Bahamas, île de Man ou Bermudes). [...] Il est à craindre que le renforcement des normes pour les banques conventionnelles ne favorise une augmentation de la désintermédiation financière et ne suscite un regain de créativité sur les produits ou structures à même de contourner la régulation en place. » [CAS, opus cité plus haut dans cette note]

Le régulateur de la City, de son côté, ayant enquêté auprès de 27 banques, a dénoncé le laxisme révélateur des trois quarts d'entre elles dans l'application des lois antiblanchiment. Ceux qui géraient les avoirs du Nigérian Abacha ou de Pinochet continuent, utilisant toutes les ressources juridiques et fiscales des centres offshore.

La BRI [op.cité] confirme : « les banques – souvent celles d'importance systémique – dégagent en général de gros profits en parrainant des activités bancaires « parallèles » [...] Les rapports annuels des 10 plus grandes banques mondiales nous indiquent qu'elles comptent en moyenne 3 500 filiales, réparties dans environ 80 pays. Les activités de certaines de ces banques hors de leur pays d'origine ont plus d'importance pour le système financier, que leurs opérations locales. »

Shadow banking et centres offshore concernent au premier chef Américains et Britanniques. Les banques françaises seraient moins impliquées. Les concernant je relève cette appréciation de l'OCDE [rapport 2011 sur la France] « Tout en ayant dû avoir recours au soutien massif de l'État, les banques françaises semblent être plus robustes que nombre de leurs concurrentes européennes. La supervision semble relativement performante en comparaison internationale et a été de surcroît améliorée en 2010. » [OCDE, *France 2011*] Selon la BRI l'argent public engagé par les gouvernements pour garantir leurs banques s'est élevé à 44 % du PIB du pays pour la Grande Bretagne, 6 % pour l'Allemagne et 5 % pour la France.

Les centres offshore jouent également un rôle substantiel dans la gestion des grandes entreprises qui pourrait bien expliquer certaines inquiétudes des analystes concerne les bénéficiers de ces grandes firmes, américaines ou européennes. De multiples rapports (en France : Direction du Trésor, Conseil des prélèvements obligatoires, Conseil d'analyse stratégique, rapport de l'Assemblée nationale, Institut Montaigne) ont souligné que le taux d'imposition des bénéficiers des grands groupes était plus faible que celui des PME. De 18 points, dit Gilles Carrez (UMP). Si

les autorités américaines ont fermé les yeux sur des pratiques propres à favoriser les exportations de leur pays, au moment où elles cherchent à rééquilibrer les comptes publics, il serait étonnant que des tours de vis ne soient pas effectués. Idem, tôt ou tard, en France ?

À la fin août, le Trésor français empruntait à dix ans à moins de 3 %.

Le dilemme croissance ou équilibre budgétaire comme le comportement dangereux de certains acteurs encore mal « régulés » doit-il conduire au pessimisme ? Laissez-moi répondre non. Par rapport à des crises anciennes, des gouvernants actuels, en Amérique, en Europe et en Asie, mieux informés, ont montré qu'ils étaient capables — pas toujours bien sûr — de prendre des décisions courageuses. Nous ne sommes plus au temps de la guerre froide. Le commerce international crée des solidarités de fait : le protectionnisme n'a pas triomphé et la guerre des monnaies n'a pas eu lieu. Qu'avec la rentrée les affaires reprennent !

PC – août 2011