

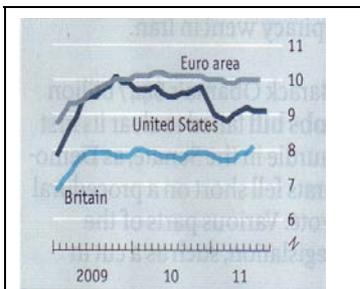
Notes de conjoncture – novembre 2011

En Occident, la croissance de l'économie a été révisée à la baisse. La zone euro ne progresserait pas, en 2011, des 2 % qu'on espérait mais de quelque 1,5 % ; même chiffre pour les USA. Les prévisions des responsables d'achat de l'industrie (indice mondial PMI) sont orientées à la baisse. Pour 2012, on table aujourd'hui sur + 1 % pour l'Europe, voire moins. Entre + 1 et + 2 % pour les USA ? Cependant, « si la croissance ralentit, il est difficile d'envisager une récession. » (*Conjoncture-BNP*). Les taux de chômage restent très élevés — **GR A** — notamment pour les jeunes (30 % en Grèce, 40 % en Espagne) et n'ont guère de perspective de baisse sensible.

Pour le monde, la croissance reste proche de 4 % - **Graphique B** ci-dessous ; chiffre qui, historiquement, reste énorme. La croissance de l'industrie chinoise se poursuit à un rythme l'ordre de 13 %. Après avoir baissé, le cours du pétrole - **GR C** - confirme que l'économie mondiale tient le coup.

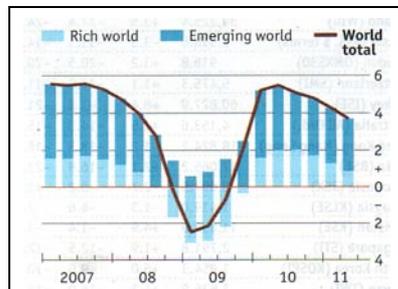
A – Taux de chômage

The Economist



B – PIB mondial

Variation en % en un an, *The Economist*



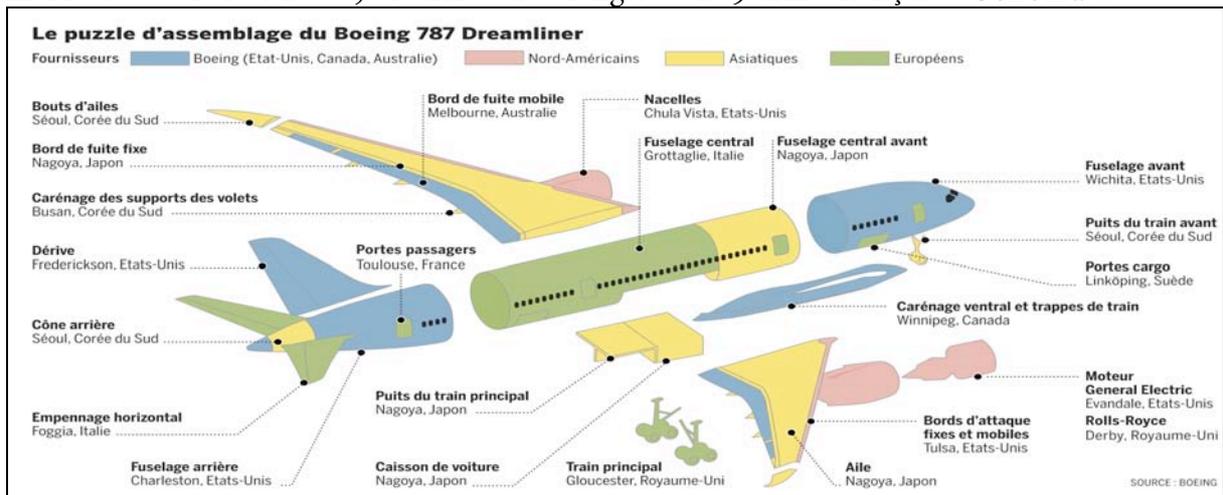
C – Baril de pétrole

The Economist



Après les folies immobilières et l'énorme endettement à long terme qu'elles ont généré, après les folies du monde financier que des États ont dû prendre à leur compte, il était prévisible qu'il faudrait des années au monde occidental pour se rétablir. Combiner réduction de la dette et maintien de la croissance est un art difficile aux résultats forcément imparfaits.

On peut s'élever contre la mondialisation, mais l'économie de notre temps est tellement interconnectée que le rétablissement de barrières la ferait capoter. Le schéma **D** ci-dessous (*Le Monde*) concerne le dernier né de Boeing commandé à plus de 800 exemplaires : plus de la moitié de sa valeur vient de 50 fournisseurs étrangers dont 9 firmes françaises. **Schéma D** :



L'industriel moderne conçoit, organise un réseau de fournisseurs, assemble, vend et, très souvent assure des services qui, tel l'entretien, facilitent l'emploi du produit par les clients. À la limite, comme Nike, il n'a plus du tout d'usine. Tout ce jeu complexe est la conséquence d'une forte concurrence dont bénéficient, *in fine*, les consommateurs. S'il existe des gagnants il y a aussi des perdants. Des usines ferment, Philips après Thomson ne fabrique plus de téléviseurs, ni, IBM, depuis longtemps, des PC. De nombreux salariés ont perdu leur emploi et peinent à en retrouver

un. Les protectionnistes oublient que la diminution des emplois industriels est due, comme dans l'agriculture, aux progrès de la productivité plus qu'aux importations. L'informatique et des gestions améliorées suppriment les emplois (non qualifiés au premier chef).

Un article récent de *The Economist* (15 octobre) décrit, sourire aux lèvres m'a-t-il semblé, le formidable appui que la City et Wall Street tirent des centres *offshore*. Des travaux de la BRI, de McKinsey et du Boston consulting group chiffrent à 9 trillions de \$ les dépôts bancaires effectués dans ces centres : plus que les dépôts bancaires aux USA ! Sans ces centres les *hedge funds* et les *Cds* n'auraient pas explosé. En 1998, la déconfiture du fonds LTCM, immatriculé dans un de ces centres, n'aurait sans doute pas été aussi grave si le fonds avait été enregistré aux USA. Un député anglais a appris (?) au Président de la Barclays que sa banque avait un total de 249 filiales dans les îles de Man, de Jersey et des Caïmans. Quant au principal investisseur étranger en Inde c'est...l'île Maurice !

À ce jour des mesures ont été prises pour réduire le poids énorme de ces centres mais elles ont, semble-t-il, une portée restreinte. Les exportations américaines transitant pour une bonne part par ces centres expliquent sans doute le peu d'empressement de Washington à aller plus avant.

Le brouillard américain va-t-il se lever ?

Les prévisions les plus récentes de la croissance du PIB américain tablent donc sur un rythme annuel nettement inférieur à 2 % et, pour l'heure le consommateur n'a pas le moral. Le Président et les Républicains (quelque 40 sénateurs *Tea Party* sur 242) — dont l'attitude négative a été jugée sévèrement par l'opinion — cherchent des mesures fiscales qui pourraient favoriser les embauches dans les PME.

À ce jour aucun candidat républicain ne s'est imposé face à Barack Obama dont la popularité reste médiocre. « Il nous faudrait un deuxième mandat plus musclé face à Wall Street ou pour la paix au Proche-Orient » écrit Hubert Védrine, ancien ministre des affaires étrangères. De Kaboul à Tripoli en passant par Bagdad et Jérusalem, les États-Unis n'apparaissent plus comme un Numéro un ; ils ont hâte de mettre fin aux gigantesques dépenses militaires engagées (4 000 milliards de \$ à ce jour a calculé la Brown University) en Irak et en Afghanistan.

Reste que, depuis vingt ans, l'Europe a vu naître sept fois moins de leaders mondiaux que les États-Unis où nombre de start-up se sont hissées jusqu'au sommet tandis qu'aucune structure créée *ex nihilo* en France depuis 1960 ne figure au CAC40. Une vague de progrès technologique, comparable à celle dont la Californie a si bien su tirer parti permettrait-elle à la croissance de repartir ? Bill Clinton rappelle qu'il « a eu beaucoup de chance ; je suis devenu Président au moment où la révolution dans la technologie de l'information se produisait. » Si l'informatique du XXe siècle a surtout transformé les modes de fabrications et permis une énorme progression de la productivité, celle de notre temps n'est-elle pas en train de générer des *consommations* nouvelles ? De révolutionner le commerce ?

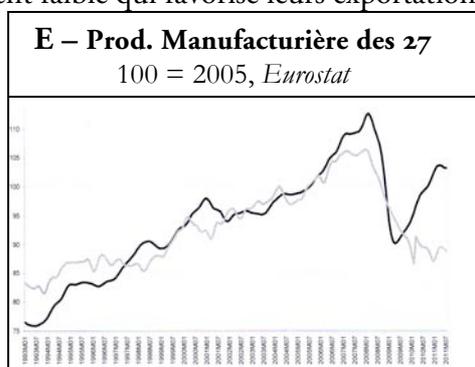
L'Europe, quel chantier !

Qu'il est difficile de résumer les événements des deux derniers mois alors que les médias, souvent incompetents, transforment des difficultés assez naturelles en prophéties de catastrophe. Ce n'est pas nouveau. Jean-Marc Daniel (*Sociétal*, 4^e trim. 2011) cite Beaumarchais : « Croyez qu'il n'y a pas de plate méchanceté, pas d'horreurs, pas de conte absurde, qu'on ne fasse adopter aux oisifs d'une grande ville, en s'y prenant bien : et nous avons ici des gens d'une adresse ! »

Jusqu'à l'automne, si l'Europe « club med » inquiétait, celle du froid et des brumes, de la Suède à l'Allemagne et la Pologne rassurait : la croissance dans ces pays était forte. Contrairement aux affirmations selon lesquelles la production industrielle de l'Europe s'effondre, celle-ci reprenait sa progression — **GR E** page suivante. En août encore, de nombreux pays européens recevaient des commandes en augmentation de plus de 10 % sur le même mois de 2010.

Puis l'OCDE a revu à la baisse ses prévisions ; même tendance pour le panel de *The Economist* : + 0,6 % pour le PIB de la zone euro en 2012 contre + 1,6 % prévu cet été. La croissance allemande risque de passer en 2012 au-dessous de 1 %.

Dès lors, l'expression « crise de l'euro » est devenue un lieu commun. Or, si la hausse des prix n'est pas négligeable — + 3 % en rythme annuel ont été enregistrés en septembre —, sur le marché des changes l'expression de crise est inappropriée. Un repli de l'euro avait bien été enregistré — GR F — mais après une forte hausse et alors que, dans la zone de 1,40 contre \$, certains experts estiment qu'il est nettement surévalué alors que les États-Unis se satisfont d'un dollar relativement faible qui favorise leurs exportations.



La chef économiste de la Bank of America (*Revue d'économie financière*) souligne que, dans la crise née à Wall-Street, la politique de la BCE a été « extraordinairement efficace et que sa crédibilité est demeurée intacte malgré le risque de défaut de certains pays de la zone. [...] La monnaie unique a contribué à la hausse des échanges commerciaux et son cours par rapport au \$ souligne la confiance des marchés dans la pérennité de la monnaie. » Sur les marchés des changes, l'euro n'a-t-il pas marginalisé livre sterling, franc suisse et yen ? Jacques Delors va dans le même sens : « avec Trichet nous avons eu des divergences mais je lui tire mon chapeau. » Dans son discours d'adieu ce dernier a rappelé aux Allemands que, dans le cadre de l'euro, le taux d'inflation avait été nettement inférieur à ce qu'ils avaient connu du temps du DM et ce en dépit des fortes hausses du baril de pétrole.

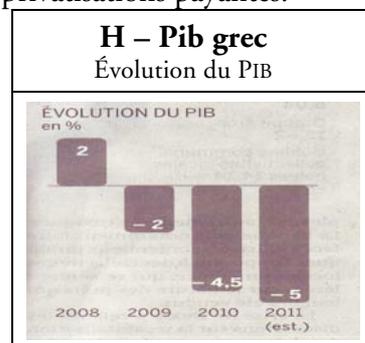
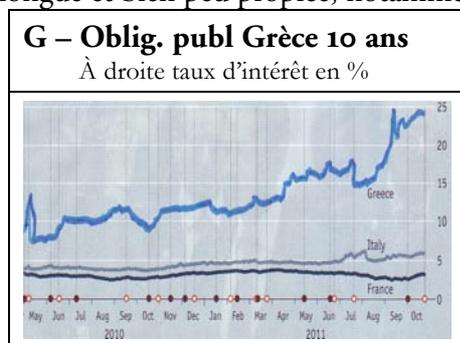
Mais depuis Maastricht et ses règles de comptable libéral fort mal respectées, on a réalisé que croissance du PIB et endettements ne suffisaient pas à décrire l'économie d'une nation ou d'une zone. Est-on en mesure de produire de façon compétitive des produits ou des services ? Voilà la vraie question.

Avant l'euro, quand un pays perdait du terrain il essayait de se rattraper en dévaluant sa monnaie. La France et l'Italie ne rechignaient pas, hier, à recourir à cette solution comme la Grande-Bretagne le fait aujourd'hui. Illusoire, elle ne fait baisser les tensions que pour un temps et appauvrit les travailleurs.

La fébrilité des marchés, des médias et des instances politiques pousse à assimiler Irlande, Portugal et Grèce. Ces trois pays ont, certes, rejoint l'Europe assez tardivement et connu des bonds en avant énormes. Notamment en bénéficiant de taux d'intérêt bas qui ont encouragé les investissements immobiliers, accrus par l'afflux de capitaux extérieurs. Mais la majorité des Irlandais et des Portugais ont accepté des mesures drastiques (un taux de TVA porté à 23 % au Portugal par exemple). La pente du PIB de l'Irlande est positive et « le programme qui la concerne est sur la bonne voie et bien financé » a déclaré cet été la troïka (UE, BCE, FMI). « L'Irlande fait vraiment du bon travail » estime Jean-Claude Trichet. Et si le PIB du Portugal est encore dans la descente, en septembre, de nouvelles tranches d'aides aux deux pays précités ont été débloquées.

De son côté, l'Espagne a pris des mesures très énergiques et l'agence Moody's qui a abaissé la note de sa dette publique a de bons arguments mais, comme souvent, elle retarde. Que les finances publiques aient été déficitaires et l'économie peu compétitive ne datent pas d'hier. Et Contrat-social a récemment diffusé des extraits d'une longue étude de la BNP qui soulignait les efforts considérables des Espagnols pour remettre sur pieds leurs banques et surtout leurs Caisses d'épargne.

Il en était allé autrement en Grèce. Mais redisons, d'abord, que le PIB de la Grèce est égal à 2 % de celui de la zone euro. Certes, la dette publique ne trouvait plus d'acheteur : voyez les taux exigés par le marché — **Gr G**. À Athènes, une troïka encore débutante et manquant sans doute de directives claires n'a pas été en mesure de proposer une stratégie comprise par les Grecs et les Européens. Les premières mesures prises ont accentué une récession sévère — **Gr H** — qui risque d'être longue et bien peu propice, notamment à des privatisations payantes.



Pourquoi de telles lenteurs et hésitations de la part des membres de la zone euro, Français et Allemands en tête ? La fondation Schuman a signalé une étude — de grande qualité à mes yeux — qui a été commandée par le groupe parlementaire de droite au Parlement européen. *Contract-social* en a diffusé des extraits. Elle aide à comprendre les difficultés du dialogue entre Paris et Berlin que la plupart des commentateurs ne veulent pas prendre en compte. Je résume ici ce texte. *Primo*, au temps de Maastricht, la vision allemande des interventions de l'Europe dans la vie économique était tout à fait **libérale**. L'État devait fixer des règles générales et laisser individus et entreprises agir. On était loin des tendances françaises où l'intervention de la puissance publique et de la banque d'émission dans la vie économique était non seulement admise mais souhaitée et réalisée y compris par la droite.

Secundo, la vision allemande était aussi très **restrictive**. L'Allemagne ayant une structure fédérale la nation allemande ne devait pas être intégrée dans un autre système fédéral, européen celui-là et la Cour constitutionnelle y veille. Dès lors, si une nouvelle mission est confiée à l'Europe les traités en vigueur doivent être modifiés. Ce formalisme est le prix de la démocratie. Les pouvoirs exécutifs ne peuvent décider sans que les élus approuvent et sans que les juridictions vérifient la légalité des mesures. Cette démocratie à 17, dès lors que la règle de l'unanimité demeure en vigueur, impose des délais qui font entrer les marchés en transe.

Tertio, la BCE, indépendante, ne devait pas avoir d'autre mission que la lutte contre l'inflation ; l'Allemagne se souvient encore de sa phase d'hyper-inflation des années 1920 qui a facilité l'accès au pouvoir des nazis. L'Allemagne de Kohl a sacrifié le Mark puis financé la reconstruction de sa région orientale. Outre-Rhin c'était déjà beaucoup. Que la BCE puis les contribuables interviennent pour sauver la Grèce, nombreux étaient ceux qui n'en voulaient pas. C'est, au moins pour partie en raison de l'évolution du rôle de la BCE que son chef économiste, allemand, a démissionné et que l'ancien Président de la Banque d'émission allemande avait renoncé à succéder à Jean-Claude Trichet. Que la BCE acquière des titres d'emprunts publics de mauvaise qualité, même à titre exceptionnel ou provisoire, était à leurs yeux un péché insupportable. Au contraire, opinion et leaders français se réjouissaient de ces interventions de la BCE.

Pendant ce temps, partout en Europe, la jubilation causée par le démantèlement du mur qui avait séparé la partie de l'Europe soumise à Moscou a fait place à la désillusion : intégrer Irlande, Portugal, Grèce ou Roumanie s'avère décidément laborieux et coûteux. Heureusement, le Parti socialiste allemand qui a suivi Schröder et rétabli la compétitivité du pays est conscient que la prospérité allemande est largement dépendante d'exportations dont l'essentiel est destiné à l'Europe. Mais, pour l'heure, le Parlement allemand en missionnant Angela Merkel, le nouveau président de la Banque d'émission allemande en prônant « une vraie union budgétaire en Europe » et le ministre des finances en plaidant pour une élection au suffrage universel d'un Président de l'Europe sont en porte à faux par rapport à l'opinion. Nos voisins sont donc

partagés entre des courants forts et contraires à l'égard de l'intégration européenne. Pour l'heure, cependant, les partis qui souhaitent que l'Europe avance (socialistes et verts) progressent, ceux qui freinent (CDU et libéraux) reculent.

Quand, en mai 2010, Nicolas Sarkozy a affirmé que l'Europe avait, enfin, un gouvernement économique, Angela Merkel a sursauté mais il avait raison : l'Allemagne venait de renier le credo que j'ai tenté de résumer et qui avait été le sien. Les Allemands avaient en effet admis, non sans poser des limites, des prêts de 300 milliards d'euros à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce, la création d'un Fonds monétaire européen qui atteindra 1 000 milliards et une nouvelle procédure budgétaire européenne : le Conseil européen, sur la base de rapports de la Commission, examine les budgets de ses membres, demande, le cas échéant, des modifications et peut prononcer des sanctions. Une procédure fédérale est bel et bien amorcée, corollaire logique d'aides éventuelles apportées à des pays membres en difficulté. Aux yeux du Président sortant de la BCE, champion de l'*understatement* : « Ce n'est pas parfait, mais c'est un progrès. »

Si, finalement, Angela Merkel a accepté que l'Europe, confortée par le FMI et la BCE étant impliquée, accomplisse de puissantes interventions, elle a insisté pour que ces décisions soient prises, voire gérées, au niveau des chefs de gouvernement et non par la Commission européenne, processus forcément complexe et lent mais qui n'est pas sans avantages.

Pour la première fois, l'Europe — sous la ferme impulsion de l'Allemagne et de la France — a placé un de ses membres importants, l'Italie, sous surveillance. En l'occurrence c'est le FMI, mieux équipé que Bruxelles, qui fera le travail. Berlusconi est bien en fin de parcours. Il entend presque le fameux « dégage ».

De leur côté médias, opinion et leaders français deviennent plus sensibles aux réalités économiques. Les échanges voire les controverses européennes contribuent à nous faire évoluer dans le domaine de la gestion des finances publiques bien sûr mais aussi pour ce qui est des retraites, des universités ou de la recherche. En outre maints élus ont pris conscience de la nécessité d'avoir dans leurs régions, à l'instar de l'Allemagne, des PME prospères, innovatrices, exportatrices et, du coup, embaucheuses.

Le rapprochement de la France et de l'Allemagne qui s'esquisse au plan économique (macro et micro) ne doit pas faire oublier deux graves lignes de fracture qui existent entre les deux pays. Au moment où la guerre s'achève en Libye, ce conflit aura été la source d'une sérieuse divergence. Par ailleurs Anglais et Français ont une position commune à l'égard de l'énergie nucléaire — sujet essentiel à mes yeux. Ces points de rencontre ne sont pas négligeables au moment où le resserrement des liens entre les 17 tend à marginaliser les non-euros au sein de l'Europe, Britanniques en tête. C'est de justesse que Westminster a rejeté un projet de referendum populaire qui risquait de souligner la défiance des Anglais (près de la moitié des parlementaires conservateurs étaient partisans de ce referendum).

La France sous surveillance

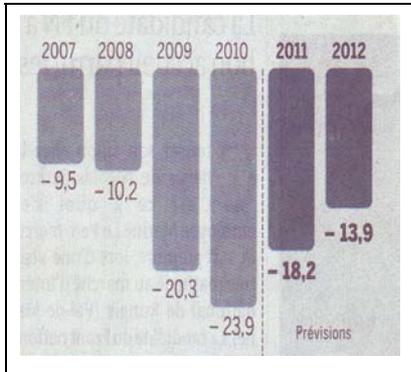
Comme pour tous les pays occidentaux, les prévisions de croissance de la France ont donc été révisées à la baisse. Pour 2011 et surtout pour 2012. Pour la suite du raisonnement, essayons de résumer ce qui est bien connu. On avait espéré + 2 % pour le PIB de l'an prochain. On s'oriente aujourd'hui vers 1 %, rythme tout à fait insuffisant pour que le chômage diminue de façon suffisante pour rassurer les Français. Pour que le déficit revienne en 2012 à moins de 5 % du Pib de nouvelles mesures sont prises.

Des tendances déjà anciennes se poursuivent : prospérité des individus et des entreprises qui sont adaptées à la mondialisation (chiffre d'affaires du CAC40 + 6,6 % au 2^e trimestre, prévision des bénéfices 2011 : + 11 %) et baisse du niveau de vie du décile des citoyens les moins favorisé, en dépit des nombreux filets prévus par nos régimes sociaux.

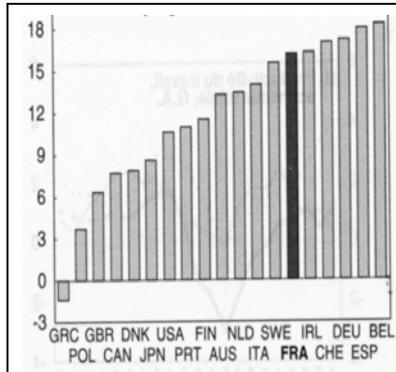
On a rétabli, pour un temps, l'équilibre des régimes de retraite, mais la Sécurité sociale reste en déficit, même si celui-ci devrait diminuer — **GR J** page suivante. Grave anomalie, la dette, à ce titre, avait atteint, à la fin de 2010, 136 milliards €. Notre dette publique représente 86 % du PIB

et, en dépit du fait que le taux d'épargne des Français demeure élevé — **GR K** — les deux tiers de cette dette sont détenus par des étrangers — **GR L**. La France, combinant fort déficit budgétaire, niveau élevé de dette publique et déficit extérieur, Moody's a décidé de la placer la sous surveillance. Ce n'est pas une surprise car le taux d'intérêt de nos emprunts à dix ans dépassait d'un point, depuis plusieurs semaines, celui des titres allemands similaires.

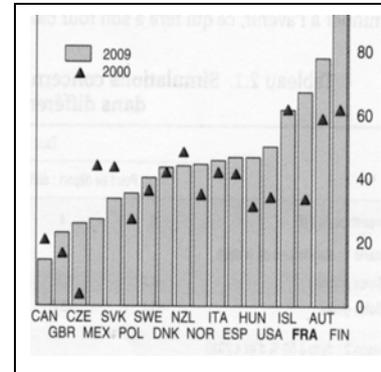
J – Déficit de la Séc. sociale
Milliards d'euros



K – Taux d'épargne
En % du rev. Disponible, 2008



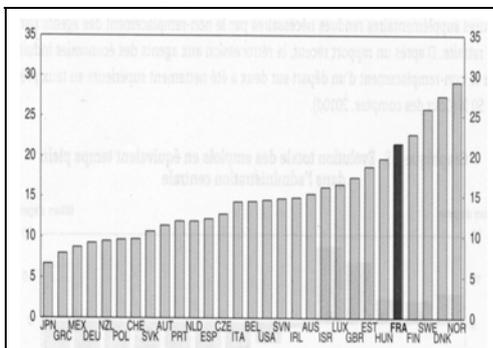
L - % des non-résidents
en % du total de la dette



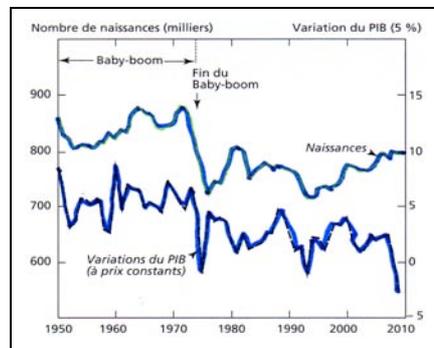
Les élections présidentielles et législatives de 2007 n'avaient pas été l'occasion pour les leaders politiques de présenter aux électeurs diagnostic et thérapie sérieux concernant notre économie et notre société dans le monde d'aujourd'hui. Une France qui vieillit peut-elle miser sur « une économie résidentielle reposant en grande partie sur des transferts massifs de ressources publiques et privées, mais largement coupée du cœur productif internationalisé » [Pierre Veltz] ?

Si un récent sondage effectué chez les sympathisants de l'UMP les montre massivement favorables à une plus forte intégration européenne, cette tendance est moins forte chez les socialistes. « Le candidat de ces derniers (à l'élection présidentielle de 2012) devra s'attacher à sortir la France de son rapport défaitiste à la mondialisation. » ont noté deux auteurs socialistes. [Baumel et Kalfon, 2011] On peut déplorer des fermetures d'usines mais est-ce de gaieté de cœur que les deux constructeurs français qui, il y a dix ans, produisaient en France les deux-tiers de leurs véhicules n'en réalisent plus aujourd'hui qu'un tiers ? De son côté, le président, de la Cour des Comptes, socialiste, met en doute notre capacité à revenir à un déficit budgétaire acceptable et le président de la commission des finances de l'Assemblée, socialiste lui aussi, prédit des années de rigueur : il ne sera donc pas aisé pour le PS de présenter un programme électoral vraiment rose. Une partie des solutions avancées pendant les primaires est irréaliste ; des mesures, telles que des augmentations de droits de douane par exemple, devant être arrêtées au plan européen, ne réuniront pas la majorité requise.

M — Emploi des adm. publiques
% de la population active, 2008



N — Naissances et var. du PIB



On peut se demander, au vu de l'efficacité limitée des politiques conduites pour améliorer la gestion du secteur public — **Gr M** ci-dessus — si le cri du ministre de l'éducation nationale n'est pas justifié et de portée générale : « la difficulté sans doute la plus importante de ce ministère, dit-il, c'est la question du pilotage. » Nos gouvernants multiplient des textes dont

l'application restera problématique tant que les structures de commandement, ayant à leur tête des hommes formés à cette fin, n'auront pas été modernisées et une véritable gestion du personnel mise en place.

Consolation : contrairement à ce qui s'était passé en 1975, le repli du PIB n'a pas entraîné celui des naissances — **Gr N** page précédente —, confirmant cette ancienne observation : le pessimisme des Français à l'égard du devenir collectif peut se combiner avec une confiance en leur propre destin.

L'actualité dans les pays occidentaux a été si riche que je renonce, pour ces Notes de Novembre, à évoquer les événements qui se sont produits dans les autres régions du monde.

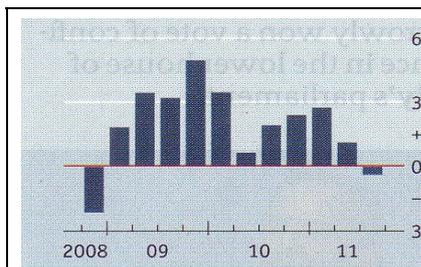
Des marchés qui donnent le tournis et des banques sanctionnées

Les marchés financiers ont et donnent le tournis. Les décisions de nombre d'opérateurs semblent manquer de rationalité. Il faut dire que la majorité des ordres provient de super-ordinateurs et résulte de leurs réactions programmées. Certes ce système a fait chuter le coût de transaction de chaque ordre mais, peut-on se demander, à quel prix ? Nombre d'ordres étant traités par des dispositifs non réglementés — *dark pools* — ou provenant de *hedge funds* enregistrés dans des centres *offshore*, les pouvoirs des autorités de marché sont limités et des manœuvres permettent des profits qui, indus, peuvent aisément devenir frauduleux.

Dès lors les traders et leurs bonus n'ont pas vraiment pas la cote, mais ce dépit a une portée plus générale : *The Economist* lui-même (29 octobre) reconnaît que « les protestations contre le monde financier sont populaires et globales ». Le Président de Citibank confirme : « la confiance a été rompue entre les institutions financières et les citoyens américains » (*Fortune*, 7 novembre) « C'est une anomalie grave que certains secteurs de l'économie et de la société considèrent comme normaux des comportements qui ne correspondent pas à ce que nos démocraties acceptent. » (Jean-Claude Trichet, 18 novembre 2009)

Pour autant la vision selon laquelle les banques seraient sorties indemnes de la tourmente ne correspond pas à la réalité. De très grands établissements ont subi des pertes substantielles. C'est le cas de celle qui fut le fleuron de Wall-Street au moment où son ancien Président était le ministre des finances de George W. Bush (un de ses prédécesseurs avait été celui de Bill Clinton) : **GR P** ci-dessous. La firme annonce qu'elle a réduit ses dépenses de 39 %, 59 % pour les rémunérations. En bourse, les cours de la plupart des valeurs bancaires ont souffert. Ci-dessous — **GR R** — celui de la plus grande.

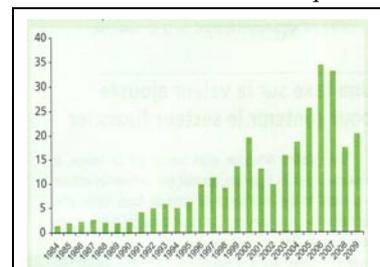
P - Goldman Sachs, bén.trim
milliards \$, *The Economist*



R - Bank of America
100 = janv. 2006, *The Economist*



S - Bonus à Wall Street
Milliards \$, *Probl. économiques*



Aux États-Unis la justice condamne les fraudes commises par plusieurs établissements à des dommages et intérêts ou à des amendes énormes et ce n'est pas fini. Plusieurs actions sont engagées contre Goldman Sachs ; 19 milliards \$ sont réclamés à JPMorgan Chase au titre de l'affaire Madoff et de très nombreux litiges sont en cours liés aux crédits hypothécaires : en 2011/12 Bank of America a provisionné à ce titre 30 milliards de \$! La croissance de ses actifs a été freinée voire stoppée et les risques pris réduits ; les marges aussi sans doute, dans un métier où traditionnellement, pour les opérations classiques elles ne sont pas très élevées. En même temps les fonds propres ont été et seront renforcés. La rentabilité pourra-t-elle faire autre chose que diminuer même si des effectifs et des bonus sont réduits — **GR S** ci dessus — ?

Autre facteur de perte : les opérateurs. L'UBS est la quatrième banque importante à subir, de ce fait, des pertes substantielles. On est en droit de se demander si les directions des banques — pour ne pas parler des autorités de supervision — sont vraiment en mesure de contrôler des opérateurs qui se lancent dans des manœuvres trop complexes. La déconfiture du fonds LTCM avait déjà montré que les meilleurs esprits, des prix Nobel en l'occurrence, ne pouvaient pas tout prévoir. Warren Buffett ne refuse-t-il pas d'investir dans des entreprises dont il ne comprend pas ce qu'elles font ?

Aux règlements et provisions s'ajoutent les poursuites contre des dirigeants. L'actuel Président de Goldman Sachs par exemple. Le dirigeant d'un fonds de placement (Galleon) qui rémunérait un réseau d'informateurs pour disposer d'informations privilégiées lui permettant de faire des « coups de bourse » juteux a été très lourdement condamné.

Autre pénalisation : gouvernements allemand et français viennent de forcer les banques qui détenaient des titres de la dette grecque à les déprécier plus qu'elles ne l'avaient prévu. Nombreuses aussi ont été les banques dont le *rating* a été abaissé (ou qui ont été placées « sous surveillance »), à tort ou à raison, par les agences de notation. Il leur en coûte plus cher pour se refinancer.

Les Britanniques entendent faire bénéficier les opérations bancaires classiques de dépôt et de prêt de garanties publiques, auxquelles les activités de la banque d'affaires n'auraient pas droit. C'est en hésitant que les USA s'engagent également sur cette voie tandis que les autorités françaises, Banque de France et Chef de l'État, disent ne pas croire à cette solution. Cette question, essentielle, méritera d'être traitée plus à fond. Comme nombre de valeurs, les actions des banques ont beaucoup souffert dans les derniers mois avant certaines ne connaissent des rebonds.

Pour les marchés d'actions, les lendemains ne vont sans doute pas chanter de sitôt car l'endettement, immobilier et public, ne se résorbera que lentement (même si une inflation de plus de 2 % rend légère la charge d'intérêt pour les meilleurs emprunteurs). Faut-il, pour autant, broyer du noir alors que les niveaux de capitalisation — **GR T** — reflètent déjà bien des inquiétudes. Et puis l'esprit d'entreprise n'est pas mort ; loin de là.

T – Cours/bénéfices (PER)

À gauche, PER, *Prob. économ*

