



**Chiffre du mois : -2%** variation sur un an de l'encours des crédits bancaires aux investissements des entreprises dans la zone euro, contre + 20% il y a un an.

### Des « stress tests » pas très stressants.

C'est l'opinion de Joseph Stiglitz sur les exercices auxquels les banques américaines ont été soumises. Nous partageons cet avis. A la différence de la « value at risk » qui était, jusqu'à récemment, le système le plus utilisé pour anticiper les risques, et qui avait le défaut de se référer aux enseignements du passé, le « stress test » vise précisément à évaluer les conséquences d'une situation inédite : un rush des déposants, un taux de défaut qui monte à 30%, du jamais vu, mais c'est ce qui fait l'intérêt de l'exercice car on sait que, désormais, tout est possible. Or, les hypothèses introduites dans les tests effectués ne dépeignent certes pas une situation riante, mais sont très éloignées des extrêmes présentés dans les exemples ci-dessus.

Mais il y a mieux : plusieurs banques américaines ont négocié des arrangements à des résultats jugés pas assez favorables. Il faut dire que le but de l'exercice est justement de rassurer, même en passant les résultats à la peinture rose. Le Secrétaire au Trésor, dont on attendait plus de retenue, s'est d'ailleurs empressé de se réjouir des « bons résultats », ce qui semble davantage relever d'une opération politique que d'un point de vue objectif.

Dans ces conditions, les banques européennes, sommées de manière assez maladroite par le FMI de se livrer à ce type d'exercice (auquel elles se préparent d'ailleurs depuis plusieurs semaines sans attendre le commandement de quiconque), sont face à un piège. Soit elles procèdent à de vrais tests de stress, et leurs résultats risquent d'être moins bons que ceux des banques américaines, soit elles se réfèrent à des hypothèses « consensuelles » et les résultats manqueront de crédibilité. Pour éviter cela, les Européens ont affirmé que les résultats des tests ne seraient pas publiés. C'est le bon sens. Mais le bon sens ne va pas forcément de pair avec les exigences de « com ». Et de toutes manières, il sera très difficile d'éviter les fuites. Ce serait un comble que les résultats mettent les banques européennes en plus mauvaise posture que des établissements d'outre-Atlantique ayant fondé leurs tests sur des hypothèses complaisantes dont ils ont, a fortiori, manipulé les résultats !

Un exemple de mesure basée sur de l'« à peu près » et qui menace d'être la norme lors des suites du G20 destinées à se concrétiser.

### Le Royaume-Uni à terre. Beaucoup ne cachent pas leur plaisir.

Nombre de nos économistes, gens de presse, voire politiques, ne cachent pas leur délectation sadique à constater la dégringolade de l'économie britannique. Ils oublient cependant la situation du pays à la fin des années 70 : croissance nulle, inflation galopante, richesse nationale inférieure à celle de l'Italie, aide du FMI qui avait inventé pour le Royaume-Uni la catégorie des pays en voie de sous-développement. Que les retombées des actions des gouvernements Thatcher, Major et Blair qui ont suivi n'aient pas toutes été optimales est une évidence : désindustrialisation, montée des inégalités et de la précarité, services publics défaillants et pour finir, euphorie financière. Ces gouvernements avaient redonné espoir et tonus au pays, un tonus qui ne paraît pas avoir été sérieusement écorné par la crise.

### Le mot du mois : Zombie !

C'est ainsi que l'un de nos politiques a qualifié l'actuel Président de la Commission européenne. On sait le penchant de nos élites aux jugements définitifs sur des leaders étrangers. Monsieur Barroso souffre de trois handicaps. Bien que soutenu par presque tous les partis de gauche européens, il est jugé libéral, injure suprême chez nous. Il a été, consciemment ou non, marginalisé lors de la Présidence du Conseil européen exercée par un homme qui ne laisse guère d'espace aux autres. Et surtout il dirige une Commission ingérable puisque le système accorde un Commissaire à chaque pays là où une douzaine de membres seulement permettrait une gestion plus efficace. Le traité de Lisbonne avait prévu de réduire la voilure. Hélas, pour inciter les Irlandais à voter oui, on revient sur cette sage orientation.

### Matières premières, devises : des signaux difficiles à interpréter.

Les cours des principales matières premières connaissent depuis plusieurs semaines un net redressement. Le plus spectaculaire est celui du pétrole qui, il y a peu, flirtait avec les 40 dollars et s'approche aujourd'hui des 70 dollars. Faut-il y voir le signe que la reprise de l'économie mondiale est proche? Il est possible que l'on ait touché le fond ainsi que semble en témoigner l'évolution du fret maritime, mais on ne discerne toujours pas de mouvements de la demande qui justifieraient une augmentation aussi rapide des cours des matières premières. En réalité, les déluges de dollars déversés par les budgets et notamment par les banques centrales fertilisent à coup sûr certains domaines. Pour l'instant, l'économie ne semble pas en bénéficier; c'est la spéculation qui en sort privilégiée. Certaines denrées deviennent des valeurs refuges face au dollar principalement, fragilisées par une dérive budgétaire qui semble sans limites, pour des résultats qui se font attendre. A 1,40 dollar, l'euro recommence à inquiéter. Mais qu'on se rassure, aucune devise n'est réellement attractive et la monnaie européenne sera vite rattrapée par la détestable conjoncture du continent.

### Incertitudes sur la croissance chinoise, mais le « G2 » pourrait évoluer.

Les avis des experts divergent en ce qui concerne la croissance chinoise en 2009, les prévisions allant de 2% à 8%, voire plus. Les pessimistes pointent une grande dépendance à l'exportation alors que les plus optimistes mettent en avant l'importance du plan de relance qui paraît bien dosé, avec une politique monétaire souple, un ambitieux programme d'infrastructures et une extension de la protection sociale. Un autre facteur favorable reposerait sur le fait que ni les ménages chinois ni les institutions financières n'ont besoin d'une cure de désendettement. Quel que soit le résultat effectivement observé, une chose paraît certaine : l'économie chinoise, actuellement unijambiste, devrait certes continuer de reposer fortement sur l'exportation (la réévaluation du yuan contre dollar, qui avait atteint 25% depuis la fin 2006, est actuellement stoppée) mais devrait aussi répondre à une demande interne croissante. Plus de dépenses d'infrastructures, plus de consommation, c'est moins d'épargne et peut-être moins de dollars placés en bons du Trésor américains. Voilà qui pourrait convaincre outre-Atlantique qu'on ne se tirera pas d'affaire en essayant de renouer avec les comportements du passé.

### Croissance du PIB en 2009 : traîtresse moyenne.

Jamais le contraste entre la tendance effective et l'évolution annuelle du PIB ne sera plus forte qu'en 2009 : pour le PIB, tout est pratiquement joué tant est grand le poids, dans un calcul en moyenne annuelle, du dernier trimestre de l'exercice précédent et du premier trimestre de l'exercice en cours : avec successivement -1,5 et -1,2. Même avec des derniers trimestres positifs, ce qui est possible, une contraction d'au moins 2,5% sera inévitable.