

PHILIPPE HERLIN

Chroniques de désintoxication économique



Mes textes hebdomadaires pour le site Goldbroker.com de novembre 2012 à novembre 2014, de la réélection d'Obama aux élections midterm

Philippe Herlin est Docteur en économie du Conservatoire National des Arts et Métiers. Adeptes des penseurs du risque extrême comme Benoît Mandelbrot et Nassim Taleb, ainsi que de l'école autrichienne, il a publié plusieurs ouvrages chez Eyrolles sur la finance, la dette publique, l'or et le bitcoin. Plus d'information sur son site philippeherlin.com

eBook gratuit

Ces textes sont parus à un rythme hebdomadaire pour GoldBroker, et ils continuent à l'être : retrouvez-les sur Goldbroker.com ou mon blog philippeherlin.fr

© Arcady - Fotolia.com pour la photo de couverture

Touts droits réservés goldbroker.com



GoldBroker.com

**Acheter de l'or et de l'argent physique,
stocké en dehors du système bancaire**

GoldBroker a développé une solution d'investissement
alternative permettant aux investisseurs de :

Détenir de l'or et de l'argent
physique (lingots et pièces).



Stocker de l'or et de l'argent en dehors du
système bancaire (à Zurich et Singapour)
pour éviter tous risques de faillites
bancaires ou défauts de contrepartie.



D'être les seuls et uniques propriétaires
de leur stock d'or et d'argent
(pas de détention mutualisée).

De détenir leur investissement en nom propre (un certificat de stockage
émis en nom propre, mentionne le numéro de série des lingots),
de sorte qu'ils ne soient pas exposés au risque de défaut de contrepartie.
Les investisseurs ont la propriété directe de leur investissement.



D'avoir un accès personnel à leurs lingots
d'or et d'argent, afin qu'ils puissent vérifier
leur investissement eux-mêmes.



D'être en mesure de retirer leur investissement
sans pénalité ou frais de sortie.



[Cliquer sur le titre pour accéder au texte]

Sommaire

Présentation	7
Ben Bernanke réélu !	8
Le Libor est manipulé, d'accord, et c'est tout ?	9
Dexia, une catastrophe annonciatrice ?	10
Comment l'Etat cache une partie de sa dette	10
Le fragile édifice de la zone euro	11
La Fed, une politique contradictoire et inefficace.....	12
Les sociétés d'assurance mise en danger par la réglementation	13
Toute notre économie est une chaîne de Ponzi !	14
Bye bye Bâle III !	14
Les bénéfices factices de la Fed	15
La fuite en avant du Japon.....	16
La SEC attente à la liberté d'expression	17
On n'en a pas fini avec le risque bancaire !	18
Scoop : l'Irlande restructure sa dette !	19
Alerte : l'or de nouveau en backwardisation !.....	20
Les banques européennes toujours sous perfusion de la BCE	21
QE et inflation	21
Record du Dow Jones, merci qui ? Merci la Fed !.....	22
Chypre, le jour d'après.....	23
Chypre, l'arbitraire et la confusion	24
La garantie des dépôts de moins de 100.000 euros est un mythe	25
Christine Lagarde fait-elle dire n'importe quoi au FMI ?	26
Les épargnants ne sont plus protégés en Europe	27
L'euro, un monstre à plusieurs têtes ?.....	28
Deutsche Bank, la banque la plus exposée aux produits dérivés dans le monde.....	29
Manipuler les taux d'intérêt pour masquer le risque	30
Des bulles partout ?.....	30
La nouvelle muraille de la Chine : l'or.....	31
Le Japon annonce la crise à venir	32
Europe, croissance zéro.....	33
France : les déficits publics deviennent hors de contrôle	34
Les banques françaises présentent le plus important risque systémique en Europe !	35
Craquements en Chine	36
Un Draghi-gate en perspective ?.....	37
Cours de l'or, le scénario 1976	38
Un nouveau danger pour les banques : la remontée des taux.....	38

Libor, Euribor, ISDAfix, prix de l'énergie, cours de l'or, etc. Et si TOUS les prix étaient manipulés ?	39
"Forward guidance", un aspect supplémentaire de la dérive des banques centrales	40
Schizophrénie	41
"Grande rotation" : le piège	42
Pays émergents : fin de partie ?	43
Goldman Sachs est au-dessus des lois !	44
L'or retrouve tranquillement son éclat	45
Et si la planche à billets repartait de plus belle ?	46
Après les élections allemandes, le retour de la crise de la zone euro ?	47
Bernanke avoue que le QE est impossible à ralentir	48
Ben Bernanke, l'apprenti sorcier	48
LTRO = QE, ou comment la BCE fait en réalité la même politique que la Fed	49
Au secours, le FMI valide la ponction des comptes bancaires !	50
La dette américaine, un actif de plus en plus risqué	51
La NSA travaille-t-elle aussi pour la Fed ?	52
Comment la réglementation Bâle III augmente le risque systémique.....	53
Le bitcoin, un symptôme de plus de la perte de confiance envers les monnaies papier ..	54
Trop de banques ont survécu à la crise financière, estime le président de l'Autorité Bancaire Européenne !	55
Pour Bernanke le QE ne provoque pas de bulle sur le Dow Jones !	56
La BCE se prépare à ouvrir les vannes de la liquidité	57
Les banques n'aiment ni le bitcoin ni l'or, et c'est logique	58
Alerte : la directive européenne pour ponctionner vos comptes bancaires est signée !...	59
Risque de désinflation et cours de l'or	60
Comment la BCE nous ment sur les futurs stress-tests bancaires.....	60
Richesse virtuelle et richesse réelle	61
FMI, UE, Bâle : les comptes bancaires plus que jamais menacés !	62
Italie, Espagne : le risque est masqué mais il demeure bien réel	63
Crise des pays émergents : après la pseudo reprise mondiale, retour à la dure réalité ..	64
Bernanke diminue le QE avant de quitter la Fed : est-ce durable ?	65
Menaces sur les comptes bancaires, suite : vers des faillites préventives ?	66
Un début de retour du contrôle des changes en Europe ?	67
Les chiffres macroéconomiques cherchent souvent à masquer la misère de l'économie réelle	68
Il n'y a toujours pas de reprise économique aux Etats-Unis !	69
Comment le Quantitative easing et le rachat d'actions se renforcent l'un l'autre	70
Manipulations du Forex et du Libor : les banques centrales à la manœuvre, comme pour l'or ?	71
Face à une dette publique gigantesque, les Japonais commencent à changer d'attitude par rapport à l'or	72
Pourquoi veut-on nous faire croire que la déflation est le mal absolu ?	73

Comment le "too big to fail" fausse la concurrence et accroît le risque de crise bancaire	74
Le FMI confirme que la situation du secteur bancaire européen se dégrade encore.....	75
Jeu dangereux : la France joue avec les mots à propos de son déficit.....	76
Contrairement à ce que l'on veut nous faire croire, la Grèce continue de sombrer.....	77
Quoi de neuf aux Etats-Unis ? Toujours des interrogations sur la "reprise"	78
La Buba permettrait finalement à la BCE de faire tourner sa planche à billets !.....	78
La croissance chute partout : une nouvelle crise en vue ?	79
Le montant des produits dérivés dans le monde : 710.000 milliards de dollars !	80
L'affaire de l'amende de 10 milliards de dollars envers BNP Paribas, un signe inquiétant	81
Les annonces de Mario Draghi : la BCE fait de la cavalerie !	82
L'Autriche aux prises avec la crise de ses banques	83
Hallucinant : les banques centrales achètent massivement des actions.....	84
Effondrement de la croissance américaine au premier trimestre : -2,9% !	85
Attention danger : les banques sous-estiment sciemment leurs risques	86
Ce que révèle l'amende de 7 milliards de dollars à Citygroup	87
La grande entreprise de manipulation des marchés financiers semble atteindre ses limites	88
La montagne de produits dérivés de la Deutsche Bank commence à inquiéter les autorités américaines	89
Les taux d'intérêt au plus bas : une raison de plus d'acheter de l'or	90
La zone euro sur la voie de la récession ?	91
Une Ferrari de collection vendue 38 millions de dollars, qu'en penser ?	92
Les marchés boursiers à l'assaut de leur troisième bulle depuis l'an 2000	93
La France emprunte sans difficulté... parce qu'elle n'hésitera pas à ponctionner l'épargne des Français !	94
Attention danger, Mario Draghi relance la planche à billets de la BCE	95
Le cash n'est pas un placement aussi tranquille qu'on le croit.....	96
Pourquoi l'innovation ne génère-t-elle plus de croissance ?	97
Vers un conflit entre l'Allemagne et la BCE ?	98
Le marché des changes, nouveau terrain de jeu des banques centrales ?	99
Les régulateurs et les banques s'entendent sur le dos des épargnants.....	100
Les obligations souveraines, dernier rempart avant l'effondrement ?	101
L'info de la BCE qui démontre que les banques vont mal	102
Etats-Unis : les électeurs meilleurs que les économistes	103
INDEX	104

Présentation

Ces chroniques de désintoxication économique veulent faire entendre une autre voix, et d'abord s'opposer au discours ambiant qui enjolive en permanence les choses. Non, l'économie mondiale n'est pas sortie de la crise déclenchée en 2008, non il n'y a pas de reprise, non les interventions des banques centrales n'apportent pas de solutions mais préparent au contraire la prochaine crise, non l'euro n'est pas une monnaie solide, non la progression des cours boursiers ne repose pas sur une amélioration de l'économie réelle. Il importe aussi de dénoncer les risques qui pèsent sur les épargnants, parce qu'ils ne sortiront pas indemnes de la prochaine crise. Mais ces chroniques veulent aussi défendre une autre lecture de l'économie, une lecture qui demeure encore négligée aujourd'hui même si elle retrouve de l'éclat ces derniers temps, il s'agit de l'école autrichienne, dont les représentants les plus connus sont Ludwig von Mises, Friedrich Hayek ou Murray Rothbard. Ces défenseurs de l'étalon-or avaient vu juste, oui l'or a plus que jamais un rôle à jouer dans notre système monétaire, et l'expansion monétaire ainsi que la manipulation des taux par les banques centrales provoquent inévitablement des dérèglements gravissimes. La défense des libertés économiques contre le "capitalisme de connivence" (crony capitalism), la remise en cause d'un Etat qui veut s'occuper de tout, la confiance dans le marché plutôt que dans la "régulation", tel est aussi leur message, et celui de ces chroniques. D'autres approches pareillement méprisées dans le milieu universitaire sont convoquées comme l'analyse des risques extrêmes de Benoît Mandelbrot et Nassim Taleb. C'est avec ces écoles de pensée aujourd'hui méprisées que nous sortirons de la crise actuelle, la plus grave depuis celle de 1929. Car notre époque vit aussi une crise de la pensée économique, essentiellement keynésienne et interventionniste, qui tourne en rond dans les circuits académiques, détachée des réalités telle une bulle, mais qui éclatera un jour.

Ecrire une chronique toutes les semaines constitue une discipline revigorante qui oblige à préciser sa pensée et à capter l'attention du lecteur toujours pressé et submergé d'information. Un défi captivant. Je tiens à remercier [Fabrice Drouin Ristori](#), fondateur de Goldbroker, pour l'opportunité qu'il m'a offerte, la confiance qu'il m'accorde et la pleine liberté qu'il me donne.

Ben Bernanke réélu !

Le 8 novembre 2012

Durant la campagne présidentielle face à Barack Obama, Mitt Romney avait affirmé qu'en cas de victoire il se séparerait du président de la Fed, Ben Bernanke. Cette annonce forte signifie qu'il prenait les problèmes économiques des Etats-Unis par le bon bout, c'est-à-dire freiner puis stopper les rachats de dette par la banque centrale qui rendent *de facto* le déficit budgétaire indolore. En effet, pourquoi se fatiguer à équilibrer les comptes publics si la banque centrale achète une grande partie des obligations d'Etat servant à financer ce déficit ?

Bernanke défend cette politique de monétisation de la dette publique, en attendant un hypothétique retour de la croissance, sans comprendre que ce déluge de monnaie et ces taux d'intérêts fixés au plus bas découragent l'investissement productif et favorisent au contraire les bulles sur les matières premières, ainsi que la bonne tenue artificielle de la bourse. Le *Quantitative easing* est, dans les faits, un échec. Il sert juste à gagner du temps. Ces rachats sont réalisés par de la pure création monétaire, ce qui fait peser à terme un risque d'inflation. Le réveil n'en sera que plus douloureux, mais l'élection est passée et on verra plus tard !

Avec Obama, cette politique de facilité monétaire va malheureusement continuer. On le sait néanmoins, à partir du 1^{er} janvier, si aucun accord de réduction du déficit n'est trouvé d'ici là entre la présidence et le Congrès, on assistera à une réduction automatique des dépenses et à la fin des exemptions fiscales accordées sous l'administration Bush. C'est ce qu'on appelle la « falaise fiscale ». Cet accord drastique, négocié en août 2011 lorsqu'il fallait relever le plafond de la dette de l'Etat américain, amènerait une réduction du déficit budgétaire, mais dans l'équipe d'Obama, on semble vouloir le remettre en cause...

Quoi qu'il en soit, l'opposition entre le président démocrate et un Congrès majoritairement républicain provoquera de nombreuses frictions et ne facilitera pas la résorption du déficit. La planche à billets va encore tourner longtemps ! La « japonification » des Etats-Unis semble en marche, le cercle vicieux déficit-dette-monétisation-stagnation s'installe progressivement, on le voit dans les chiffres.

Toute cette impression de monnaie contribue à dévaluer le dollar, et la BCE de Mario Draghi prend la même direction en Europe. Alors bien sûr, ceci est fondamentalement bon pour l'or. Son cours ne devrait pas manquer de continuer à progresser. Il devrait constituer l'un des rares actifs à permettre de protéger son épargne en toute sécurité dans les années à venir. Mais faut-il s'en réjouir ? On préférerait une croissance économique solide et un cours de l'or qui se tient bien, plutôt qu'une période de forte incertitude et un système monétaire et financier boursoufflé risquant d'exploser à tout moment. Mais le choix a été fait, et il penche malheureusement du côté de la manipulation de la monnaie.

Le Japon en est à son neuvième "QE" (*Quantitative easing*), record à battre ! Dans les années qui viennent, Ben Bernanke y parviendra-t-il ? Il a déjà gagné le renouvellement de son mandat, ce n'est déjà pas mal.

Le Libor est manipulé, d'accord, et c'est tout ?

Le 15 novembre 2012

On a beaucoup parlé du scandale de la manipulation du Libor, les milieux financiers et bancaires, les régulateurs et les dirigeants politiques ont été secoués par la révélation de cette affaire. Ce taux d'intérêt est calculé à partir d'un ensemble de banques et sert de base à des milliers de produits financiers à travers le monde. Il était manipulé, sciemment sous-estimé pour faciliter le "business", et masquer la défiance dont faisait l'objet nombre de banques. Les protestations furent unanimes. Une occasion supplémentaire de clouer au pilori le monde de la finance.

Bien. Mais n'y a t-il que le Libor qui est manipulé ? Tout le monde sait, par exemple, que le taux de chômage est largement trafiqué par les pouvoirs en place, notamment lorsque l'élection approche, on l'a vu récemment aux Etats-Unis. Le taux d'inflation également est minoré, parce que les prestations sociales et les salaires des fonctionnaires sont indexées dessus et que l'Etat veut contrôler ces dépenses, ou éviter de les voir déraiper. Mais dans ce cas les conséquences sont plus graves car ce taux sert de référence à des actifs financiers, par exemple à une certaine catégorie d'emprunts d'Etat, ceux indexés sur l'inflation, qui existent dans de nombreux pays. Et revoici un "biais" digne du Libor !

Mais plus fondamentalement, pourrait-on calculer un "vrai" taux d'inflation ? On touche ici à la distinction entre microéconomie et macroéconomie. Et il faut dire ici clairement que nous n'avons pas affaire à deux niveaux de réalité différents mais à, d'un côté, la réalité des marchés (ce qu'on appelle la microéconomie), et de l'autre une construction étatique, faite par des comptables publics, avec tous les présupposés que cela suppose. Le fait que telle entreprise vende tel produit à telle personne constitue une réalité, son chiffre d'affaire sur le mois aussi, le cours de l'or ou celui d'une matière première également, mais la croissance du PIB ou le taux d'inflation dépendent de tellement d'hypothèses et agrègent un si grand nombre de données qu'il faudrait éviter de s'y fier aveuglément et les prendre avec des pincettes !

Le taux d'inflation, par exemple, ne concerne que les biens de consommation, il fait donc l'impasse sur le logement d'acquisition (un bien d'investissement) qui pourtant représente une part significative des dépenses des ménages. Les biens de production (les échanges inter-entreprise) sont aussi exclus. Plus pernicieux, un "indice de progrès technique" fait que la nouvelle version d'un ordinateur, si elle est vendue au même prix que l'ancienne, sera pourtant comptabilisée à un prix inférieur "parce qu'on en a plus pour le même prix"... Tous les instituts statistiques nationaux font cela. Et au final, le panier de biens pris en compte est tellement vaste et soumis à tant d'hypothèses qu'il ne correspond plus qu'à une image statistique totalement abstraite.

Autre indicateur fondamental, le PIB, lui, représente la somme des valeurs ajoutées dégagées par les entreprises, mais aussi les "services non marchands" rendus par les administrations publiques, dont on considère qu'ils valent ce qu'ils coûtent, ce qui signifie qu'une hausse des dépenses publiques produit mécaniquement une hausse du PIB et donc de la croissance...

Calculer des données macroéconomiques apporte bien sûr une information utile, mais il faut bien comprendre qu'elles ne constituent que des approximations, le plus souvent sous influence de l'Etat. Et le danger, il faut le dénoncer clairement, consiste à les incorporer dans des transactions réelles, car on introduit ainsi automatiquement un biais qui va fausser les prix de marché, qu'il s'agisse, répétons-le, du Libor, du taux d'inflation ou d'un autre indice.

Dexia, une catastrophe annonciatrice ?

Le 29 novembre 2012

On ne cesse d'aller de déconvenues en déconvenues dans le dossier Dexia. On connaissait déjà l'existence d'une "bad bank" d'un montant de près de 100 milliards d'euros, lourde de pertes potentielles, et qui ne pourra être totalement liquidée avant... 2099.

Mais ce chiffre déjà impressionnant s'avère largement dépassé. Le conseil d'administration de la banque vient de publier un document enjoignant les actionnaires (les Etats français, belge et luxembourgeois) à souscrire l'augmentation de capital de 5,5 milliards d'euros le 21 décembre prochain. Sans cet apport d'argent frais, est-il expliqué, la banque ferait défaut sur la totalité de sa dette, soit 386,5 milliards d'euros, ainsi que sur son portefeuille de produits dérivés s'élevant à 605 milliards d'euros, soit un trou de presque 1000 milliards d'euros ! "Un tel défaut menacerait la stabilité de l'ensemble du système financier européen" précise le rapport. On veut bien les croire, ces chiffres dépassent ceux de la Grèce !

Ce risque est-il au moins pris en compte par les instances de régulation ? Même pas, au contraire, puisque le Conseil de stabilité financière, mandaté par le G20, vient de sortir Dexia de la liste des banques systémiques ! On nage en plein délire. Mais oui bien sûr, les produits dérivés sont comptabilisés en hors bilan, donc non pris en compte par les normes prudentielles, et la banque est garantie par des Etats, donc tout va bien.

Voilà qui en dit long sur l'état des banques européennes et américaines, dont le plus grand nombre affiche certes des résultats positifs, mais dont on sait qu'elles sont assises sur des barils de poudre. Combien de banques sont en réalité très proches de la situation de Dexia, ou le serait rapidement en cas de nouvelle crise financière ? C'est uniquement parce qu'elle est prise à la gorge que Dexia rend public le montant de ses engagements en produits dérivés. Les autres banques possèdent bien évidemment des engagements comparables, mais on le saura la veille de leur faillite. Et il ne faut pas compter sur les instances de régulation pour nous éclairer.

Les cas Dexia n'est peut être pas isolé, il exprime juste une situation plus grave que la moyenne. Combien de banques espagnoles (qui viennent de recevoir 37 milliards d'euros de l'Europe) ou grecques sont en réalité en aussi mauvaise posture ? Que sait-on vraiment des engagements et du niveau de risque des grandes banques européennes ? Les grandes banques américaines (comme JP Morgan ou Goldman Sachs) possèdent des montants notionnels gigantesques en produits dérivés. Et si Dexia n'était en fait qu'un précurseur ?

Comment l'Etat cache une partie de sa dette

Le 6 décembre 2012

L'appétit de dépense de l'Etat et des collectivités locales est insatiable, on le sait. Alors comment continuer à dépenser lorsqu'il faut réduire les déficits publics au risque de perdre la confiance des marchés et des agences de notation ? Les hauts fonctionnaires, toujours très imaginatifs dans ce domaine, ont inventé pour cela le PPP, le Partenariat public-privé.

La construction d'un équipement public oblige l'Etat ou la région à accroître son endettement, ce qui est de plus en plus mal perçu. Pour éviter cela, une structure juridique dédiée au projet est mise en place, le PPP, qui réunit les entreprises concernées

et des représentants de la puissance publique. Et c'est ce PPP qui s'endette, et se remboursera en percevant des versements de l'Etat, pendant une ou plusieurs décennies. Des versements plutôt qu'un emprunt, pour l'Etat l'avantage est évident : sa dette n'augmente pas !

L'Etat utilise ici exactement le même procédé qu'il reproche aux banques, le hors bilan, en l'occurrence un SPV (Special Purpose Vehicle), qui permet d'isoler des risques dans une structure opaque. Car les versements vont bien sûr peser sur les dépenses publiques, et surtout les termes du contrat indiquent systématiquement qu'en cas de recettes moindres que prévues, c'est l'Etat qui doit compenser le manque à gagner.

Le Royaume-Uni fait figure de précurseur dans ce domaine, et il a pu constater la dérive des coûts, ce qui l'a amené à restreindre son utilisation des PPP. Pas en France où, depuis 2004, 41 milliards d'euros ont été engagés de cette façon, par l'Etat et les collectivités locales. Les dérapages sont déjà nombreux. Par exemple, le Musée des Civilisations de l'Europe et de la Méditerranée (Mucem) de Marseille, a été audité par la Cour des comptes : coût de la construction : 30 millions, charges financières : 26,7 millions, maintenance : 34 millions ! Faut-il ralentir la cadence ? Au contraire, le rythme s'accélère puisque le métro du Grand Paris (20 milliards d'euros) et les éoliennes en mer (10 milliards d'euros) seront financés de cette façon. L'Etat prévoit de construire 2000 kilomètres de voies TGV supplémentaires, soit une facture globale de 80 milliards d'euros, et ce sont encore les PPP qui seront sollicités.

En toute bonne logique, il faudrait rajouter le montant total de ces PPP à la dette publique « officielle » de la France (1832,6 milliards d'euros) ! Pourquoi une telle fuite en avant ? Les intérêts des responsables politiques sont liés à ceux des grands groupes de construction publique, et qui sont, en France, également présents dans les médias, sans lesquels une carrière politique ne peut pas se faire... Cette réalité compte bien plus que la bonne gestion des comptes publics.

Le fragile édifice de la zone euro

Le 13 décembre 2012

On ne va pas être cruel en rappelant que François Hollande récemment, et son prédécesseur Nicolas Sarkozy au printemps dernier, ont déclaré que la crise de la zone euro était « terminée »... Les différents plans de sauvetage ne sont que de fragiles échafaudages, et la moindre secousse menace leur stabilité, nous le savons et nous le constatons en ce moment même.

La Grèce, encore et toujours, ne s'en sort pas. La semaine dernière elle a bénéficié d'un énième plan, cette fois de 84 milliards d'euros (40 milliards d'effacement de dette plus un versement de 44 milliards), dont chacun sait qu'il ne sera pas le dernier et qu'il faudra en venir à une restructuration massive. En ce qui concerne l'Espagne, 37 milliards d'euros ont été versés aux banques, et il ne s'agit que d'une première tranche !

On avait fini par oublier l'Irlande et le Portugal, erreur. Le gouverneur de la banque centrale d'Irlande vient d'annoncer que « le délai de remboursement devrait être considérablement allongé » pour les 85 milliards d'euros qu'à reçu le pays dans le cadre de son plan de sauvetage. La presse portugaise explique, elle, que le pays va exiger les mêmes conditions que la Grèce, c'est-à-dire des effacements de dette et de nouveaux versements.

Mais la grande frayeur de la semaine vient de l'Italie. Deux décisions bouleversent la donne : Silvio Berlusconi annonce son retour en politique tandis que Mario Monti

présente sa démission. Des élections anticipées auront lieu en février ou en mars, une nouvelle période d'incertitude s'ouvre. Le patient travail de réformes structurelles de Mario Monti est remis en cause et l'Italie inquiète de nouveaux les marchés.

La crise de l'euro n'est absolument pas en cours de règlement, il n'y a que des périodes d'accalmie qui sont achetées à coup de plans de sauvetage, ce qui ne fait qu'augmenter la montagne de la dette, et l'instabilité du système.

La raison économique a sombré depuis longtemps, c'est plutôt du côté de l'agenda politique qu'il tourner son regard. A l'approche de l'élection présidentielle française, il fallait éviter toute grave crise de la zone euro, désormais ce sont les élections générales en Allemagne en septembre 2013 qui fixent l'horizon. Quitte à devoir encore lâcher plusieurs dizaines de milliards d'euros aux différents pays que nous venons de citer, les institutions de la zone euro feront tout pour éviter une crise. La BCE mettra de l'huile dans les rouages, et Angela Merkel pourra dire que la crise de la zone euro est terminée ou, prudence allemande, en voie de règlement. Et après l'élection, on verra !

La Fed, une politique contradictoire et inefficace

Le 20 décembre 2012

La Fed a donc pris la décision, la semaine dernière, d'amplifier sa politique de "Quantitative easing". Après l'opération surnommée "Twist", qui consistait à revendre des obligations à court terme pour en acheter à long terme, et peser ainsi à la baisse des taux longs, la banque centrale américaine revient à de la pure création monétaire, et pas qu'un peu : 85 milliards de dollars par mois, 45 milliards d'obligations du Trésor et 40 milliards de créances hypothécaires (MBS). On le voit, il s'agit d'aider l'Etat à financer son déficit abyssal et un secteur bancaire toujours empêtré dans la crise immobilière. Dans le même temps, il a été réaffirmé que le taux directeur resterait au plus bas.

Le plus notable est que le Comité de politique monétaire (FOMC) de la Fed a affirmé que cette politique serait maintenue "au moins aussi longtemps que le taux de chômage restera au-dessus de 6,5 %". Mais que vient faire ici le taux de chômage ? La Fed veut-elle prendre la place du ministère du travail ? Non, mais il faut faire un peu d'histoire pour comprendre cette déclaration.

En 1978 les Etats-Unis sont en pleine crise, le chômage explose et Jimmy Carter pense à sa réélection. Comment, au moins, donner le sentiment d'agir ? Ce sera le Humphrey-Hawkins Full Employment Act qui redéfinit le mandat de la Fed et l'oblige, en plus de contenir l'inflation, à se fixer comme objectif le plein emploi. Un gouvernement peut chercher à diminuer le chômage, parce qu'il possède les leviers nécessaires (la réglementation, ou plutôt la déréglementation, la baisse de la fiscalité, etc.), mais une banque centrale ! Elle ne peut que lâcher du lest sur la rigueur de sa politique monétaire pour tenter d'approcher ce but. Cette mesure est donc parfaitement démagogique et keynésienne (ça va très souvent ensemble). Mais quel président oserait l'abroger ? Aucun jusqu'ici.

Un seul président de la Fed a osé contourner cette loi, il s'agit de Paul Volker qui, nommé en 1979, montera le taux directeur à près de 20 % pour terrasser l'inflation, au prix d'une courte crise, mais qui ensuite assurera les bases nécessaires à la croissance des années 80-90, et à la baisse du chômage. Mais depuis, dès que l'orage approche (éclatement de la bulle Internet en 2000, la crise depuis 2008), les présidents de la Fed, Alan Greenspan et maintenant Ben Bernanke, négligent toute rigueur minimale et offrent un maximum de facilités monétaires, sous prétexte de ne pas aggraver la crise et de contenir la hausse du chômage. Cette politique ne produit pourtant que de la croissance

factice (2000-2007), ou pas de croissance du tout (depuis 2008). Mais cette politique produit surtout... de la monnaie, en quantité croissante, ce qui va exactement à l'encontre du rôle d'une banque centrale.

Cette loi stupide, et le fait qu'elle soit appliquée, montre la confusion intellectuelle dans laquelle nous vivons. Elle confère aussi un sentiment de toute puissance au président de la Fed, attention danger ! Et les lois de l'économie, les vrais, pas celles votées par des politiciens démagogues, celles que nous enseignent l'histoire, nous disent que trop de monnaie papier se transforme un jour en hyperinflation. Et en chômage massif. Quand on veut poursuivre plusieurs objectifs contradictoires, on les manque tous.

Les sociétés d'assurance mise en danger par la réglementation

Le 27 décembre 2012

Les obligations souveraines représentent déjà plus de 70% des actifs des sociétés d'assurance en France, mais ce n'est pas encore assez ! L'Etat a toujours plus de dette à placer et dépendre d'investisseurs étrangers et versatiles est toujours risqué. Les sociétés d'assurance ont beaucoup de moyens et elles gardent en général leurs obligations jusqu'à leur terme, voici de bons clients. La solution : leur interdire de diminuer ce pourcentage, et même les forcer à l'augmenter. Par quel moyen ? La réglementation.

"Solvabilité 2" est actuellement en cours de finalisation, c'est l'équivalent de Bâle III pour les banques, c'est à dire des normes prudentielles s'imposant aux assureurs. "Solvabilité 2, dans sa version actuelle, empêche les compagnies d'investir dans les actifs à risques, à commencer par les actions" explique un professionnel. Les actions sont considérées comme un produit à risque et les assureurs doivent en conséquence mobiliser des fonds propres pour se protéger, mais comme par hasard, ce n'est pas le cas des obligations souveraines. "Si le recul de la part des actions dans leurs investissements s'élevait à 5 points pour le secteur de l'assurance, cela impliquerait le déplacement d'une masse de 300 milliards d'euros", a estimé Michel Didier, président de l'institut Coe-rexecode. Voilà autant de perdu pour le financement des entreprises, et autant de gagné pour l'Etat !

On le sait, les Etats interviennent dans la rédaction des accords Solvabilité 2, soit directement, soit par l'intermédiaire des assureurs sur lesquels ils disposent d'une "influence" certaine. Nous avons donc affaire à un énorme conflit d'intérêt puisque les Etats sont juges et parties ! Pendant ce temps là, le bon peuple des épargnants croit que les normes prudentielles sont faites pour le protéger...

Les normes prudentielles concernant les banques répondent à la même logique. Résultat : le système financier finance de moins en moins les entreprises, alors que c'est normalement sa mission première.

Avec des Etats qui forcent les assureurs et les banques à acheter leurs obligations, le système financier tourne de plus en plus en circuit fermé, il devient autoréférentiel. C'est comme cela que se forme une bulle. Tant que les gouvernements font face à leurs engagements, tout va bien, sinon le système entier saute et les épargnants sont ruinés. Ce comportement correspond en fait à la logique profonde des Etats : moi ou le chaos.

Toute notre économie est une chaîne de Ponzi !

Le 3 janvier 2013

Le Boston Consulting Group (BCG), l'un des plus prestigieux cabinets de conseil au monde, lance un pavé dans la mare. Il affirme une chose que seuls quelques analystes marginaux, en général adeptes de l'école autrichienne, osent dire : les économies développées sont devenues de gigantesques chaînes de Ponzi (*Ending the Era of Ponzi Finance*). Il est fait référence à la fraude consistant à verser les intérêts aux investisseurs avec les fonds apportés par les nouveaux arrivants, ce qui ne peut mener qu'à la ruine, comme l'a montré l'affaire Madoff, dernier exemple en date.

Pareillement, les pays développés ont emprunté la richesse de demain pour financer leur consommation d'aujourd'hui. Selon la Banque des Règlements Internationaux (BRI), la dette totale des gouvernements, des ménages et des entreprises des pays de l'OCDE est passée de 160% du PIB en 1980, à 321% en 2010. Et cette dette a surtout servi à financer la consommation (salaires des fonctionnaires, dépenses de consommation pour les ménages) et relativement peu les infrastructures et l'investissement. La plupart des Etats étant en déficit, ils consacrent une partie de leurs emprunts... à en rembourser de plus anciens, ce qui est la définition même d'une chaîne de Ponzi. Par surcroît, ces Etats garantissent des « droits » (retraites, santé) qui sont loin d'être financés.

Pour éviter cet étranglement progressif il faudrait que la croissance reparte, mais le poids excessif du secteur public l'empêche, et c'est plutôt la stagnation qui nous attend.

Le BCG propose plusieurs solutions pour éviter la ruine, la plupart sont de bon sens (rendre l'Etat plus efficace, revoir les promesses intenables, investir dans l'éducation et les infrastructures), mais un aspect fondamental est négligé, dans le diagnostic comme dans les réponses que propose cette étude : la question monétaire.

Car bien sûr, tout ceci n'aurait pas pu avoir lieu sans que, le 15 août 1971, le dollar, et donc le système monétaire international, ne soit déconnecté de l'or. Sans cette contrainte, les Etats ont pu laisser dériver leurs dépenses publiques. Le crédit a pu enfler, basé uniquement sur des promesses et non plus sur une valeur réelle. La monnaie basée sur l'or est devenue une monnaie basée sur la dette, justement.

La réponse à la crise actuelle passe obligatoirement par le retour à une monnaie « saine ». Sans parler d'un retour à l'étalon-or, qui serait certainement trop brutal, permettons au moins à l'or de pouvoir se remettre à circuler, comme monnaie à côté des monnaies-papier. D'une façon générale, favorisons les monnaies complémentaires. Exigeons que le taux d'intérêt soit fixé par le marché et non plus par les banques centrales, et que celles-ci stoppent tout rachat de dette, publique comme privée. Autant de vœux pieux diront certains, mais c'est paraît-il la période, alors allons-y ! Et bonne année 2013 !

Bye bye Bâle III !

Le 10 janvier 2013

Incroyable, les vœux des banques ont été exhaussés dès la première semaine de l'année 2013 ! Mais faut-il s'en réjouir ? Pas vraiment car une des principales dispositions de Bâle III, les normes prudentielles du secteur bancaire mondial actuellement en discussion, vient d'être vidée de sa substance.

La crise de 2008 a montré que des banques solvables, mais à court de liquidité, pouvaient se retrouver en faillite. Un krach financier peut envoyer au tapis une institution financière en relative bonne santé mais à court de cash : l'argent ne circule plus, les déposants vident leurs comptes, et la banque n'a tout simplement plus de quoi fonctionner. L'idée consistait donc à obliger les banques à "tenir" 30 jours sans aucun accès au marché, à avoir à leur disposition des fonds aisément mobilisables, même dans une situation extrême.

Ce Liquidity Coverage Ratio (LCR) ne devait au départ prendre en compte que des actifs de grande qualité et très liquides comme les dépôts à la BCE ou des obligations d'Etat. Les banques ont argué, à juste raison, que les bons du Trésor, même de grands pays, ne représentaient pas une garantie absolue.

Mais surtout, toutes ces liquidités gelées "au cas où" embêtaient les banques, car cela représente un coût. Elles ont alors menacé de restreindre encore le crédit aux entreprises, déjà en berne, "submergées" qu'elles sont par toutes les nouvelles réglementations qu'on leur impose... Résultat, de nouveaux actifs ont été acceptés à titre garantie, comme des obligations d'entreprises et, interdit de rire, des crédits immobiliers titrisés. Et pour couronner le tout, la date d'entrée en vigueur a été repoussée en 2019 ! Autant le dire, l'une des plus utiles dispositions de Bâle III tombe à l'eau.

Mais ce sabotage du LCR révèle sans doute quelque chose de plus profond. Car au fond, ce que se sont certainement dit les banques, comme les régulateurs et les Etats qui discutent à Bâle, c'est que si une telle crise survenait, les banques centrales ouvriraient en grand le robinet à liquidité pour éviter une crise cardiaque du système bancaire (un peu comme les LTRO de la BCE de décembre 2011 et février 2012, de mille milliards d'euros au total). Conclusion, ce n'est pas la peine de s'en faire, dormons tranquillement sur nos deux oreilles, les banques centrales interviendront en cas de problème. Argument supplémentaire, la BCE veut se charger de la surveillance des banques européennes, elle sera donc parfaitement informée, peut être même avant les banques elles-mêmes. Pourquoi s'inquiéter ?

C'est ainsi la notion même de réglementation prudentielle internationale qui sombre face à l'extension sans limite du pouvoir des banques centrales. Ces dernières ne sont plus simplement le "prêteur en dernier ressort" mais la garantie ultime du système financier. Enfin, elles croient qu'elles le sont, nuance. Désormais les systèmes bancaire et monétaire sont plus interconnectés que jamais, sans véritable norme prudentielle, et au final sans autre outil ultime que la planche à billet. A force de repousser la crise, on en prépare une bien plus grande encore.

Les bénéfices factices de la Fed

Le 17 janvier 2013

La nouvelle a été à peine relayée dans les médias, elle est pourtant extrêmement significative : la semaine dernière, la Fed a versé 89 milliards de dollars de bénéfices au Trésor américain. Ce montant est supérieur de 18% aux versements de l'année précédente et efface le record de 2010, 79 milliards de dollars.

Une remarque : l'entité qui réalise le plus de bénéfices aux Etats-Unis n'est pas Apple, Exxon ou une autre entreprise, c'est la banque centrale, preuve que l'économie marche sur la tête !

Reprenons, ce reversement est tout à fait normal : la Fed reverse au budget de l'Etat fédéral la totalité de son bénéfice, diminué des frais de fonctionnement de son siège à Washington et des dividendes versés aux douze banques de réserve régionales.

Ce qui l'est moins c'est la source principale de ces bénéfices : les intérêts versés par l'Etat fédéral pour les obligations que détient la Fed. Le système tourne en rond : le Trésor émet des obligations, une grande partie d'entre elles sont achetées par la Fed (c'est la monétisation, la planche à billets), puis le Trésor verse les intérêts liés à ces obligations, que la Fed encaisse, puis reverse au Trésor ! Précisons qu'une partie des recettes de la Fed provient également de titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac, eux-mêmes aidés par l'Etat, donc on est encore en circuit fermé.

Autrement dit, la dette acquise par la Fed ne coûte strictement rien à l'Etat, c'est comme s'il empruntait à 0 %. La charge totale de la dette (les intérêts versés à l'ensemble des créanciers) représentait 251 milliards de dollars en 2011, ces 89 milliards représentent donc plus d'un tiers d'économie.

Ce mécanisme est extrêmement pervers car plus la dette publique est acquise par la banque centrale, moins elle pèse sur le budget de l'Etat. Ce qui l'encourage à s'endetter encore plus, et à se faire financer par la banque centrale, c'est-à-dire la planche à billets. Et il se rajoute un autre effet pervers : les achats de la Fed font baisser les taux d'intérêts de l'ensemble des obligations, c'est-à-dire aussi de celles qui ne sont pas détenues par la Fed mais par des investisseurs, américains et étrangers. Au final, la dette de l'Etat fédéral lui coûte nettement moins cher qu'elle ne le devrait.

Ceci n'est rien d'autre qu'une bulle gigantesque dont la seule porte de sortie, hormis un retour à l'équilibre budgétaire, est l'hyperinflation.

Il faut évaluer les discussions sur la réduction du déficit budgétaire à la lumière de cette réalité. En fait, le financement du déficit et de la dette, une fois inclut le reversement de la Fed, ne coûte pas si cher que ça. Alors pourquoi se fatiguer à couper dans les dépenses ?

La fuite en avant du Japon

Le 24 janvier 2013

Le Japon vient de franchir une étape supplémentaire dans sa fuite en avant dans la dette et la monétisation avec ce que l'on peut nommer un coup de force du nouveau Premier ministre Shinzo Abe envers sa banque centrale.

La Banque du Japon (BoJ) est pourtant la banque centrale qui fait tourner la planche à billets depuis le plus longtemps. Précisément depuis l'éclosion de la bulle boursière et immobilière du début des années 1990. La Fed, la BCE, la BoE ne s'y sont vraiment mises que depuis la crise de 2008.

Depuis l'éclosion de cette bulle, les différents gouvernements japonais enchaînent les plans de relance, creusent le déficit budgétaire, accumulent une dette publique qui est désormais la plus importante du monde développé (220% du PIB). Et la BoJ apporte sa contribution en achetant une partie de ces obligations d'Etat émises pour financer la dette.

Quel est le résultat de cette politique dispendieuse ? Inexistant, la croissance ne repart pas. Raison de plus pour continuer et amplifier le mouvement, affirme Shinzo Abe, le nouveau Premier ministre ! La BoJ, qui en est à sa dizaine de plans "d'assouplissement

quantitatif", renâcle, résiste, d'où le coup de force du nouvel élu. Son indépendance, garantie par ses statuts, n'y a pas résisté. C'est un coup de force, consacré par une "déclaration commune" précisant les objectifs de la BoJ.

Un nouvel ennemi est désigné : la déflation. Les prix n'ont baissé que de 0,2% sur 2012, mais ça fera l'affaire. Il faudra atteindre 2% d'inflation en 2013 est-il fièrement écrit dans la déclaration commune. L'inflation devient un objectif en soi ! Pour cela, la BoJ gardera son taux directeur à 0% et augmentera ses achats d'obligations d'Etat, et ce "sans limite temporelle"...

L'ennemi ce n'est pas la dette, le déficit budgétaire, la diminution drastique de l'excédent commercial, non, c'est la déflation, largement imaginaire, mais qui sert de prétexte à monétiser toujours plus. Tragique aveuglement.

Shinzo Abe continue la politique qui ne marche pas avec un plan de relance de 20.200 milliards de yen (175 milliards d'euros). Et voici encore plus de déficit budgétaire. Incapable de se remettre en cause, malgré les alternances politiques, le Japon s'entête et fonce tête baissée vers le défaut ou l'hyperinflation.

La SEC attende à la liberté d'expression

Le 31 janvier 2013

On connaît les trois principales agences de notation dans le monde, Standard & Poor's, Moody's et Fitch. Mais une autre s'est fait connaître plus récemment, comment ? En ayant plus de flair que les autres, ou moins de crainte, toujours est-il qu'elle a dégradé les Etats-Unis un mois avant S&P, et aussi la France, avant les autres agences, et l'Allemagne, encore triple A pour le trio historique. Il s'agit d'Egan Jones.

Arrogance du nouveau venu ? Coup de pub ? Peut être. Crime de lèse majesté ? Sûrement. C'est comme cela qu'il faut comprendre ce qui vient de lui arriver. Le retour de bâton est sévère puisque la SEC (Securities and Exchange Commission) vient de lui interdire de publier des notes sur les Etats pendant 18 mois. Une décision stupéfiante.

La loi Dodd-Frank a enjoint la SEC d'encourager l'existence d'agences de notation plus indépendantes et plus nombreuses, de façon à renforcer la concurrence. On se rappelle en effet que les agences avaient noté triple A les subprimes jusqu'à la veille de l'effondrement de ce marché, elles portent ainsi une responsabilité évidente dans la crise. C'est le chemin inverse qui est prit ici.

Les raisons avancées par la SEC sont grotesques. Egan-Jones aurait révélé des manquements aux règles d'homologation pour éviter les conflits d'intérêt. Un bureaucrate a trouvé un formulaire mal rempli. Mais allons au fond du problème : l'agence ne fait pas payer les Etats pour leur notation, elle le fait gracieusement, au contraire des trois agences historiques. Ce sont plutôt ces dernières qui nagent en plein conflit d'intérêt !

Cette décision, qui est une première, révèle quelque chose de beaucoup plus grave. Lorsque les trois grandes agences avaient été mises en cause suite à la crise des subprimes, elles avaient expliqué que leurs notes étaient des opinions et, de ce fait, protégées par le premier amendement de la constitution américaine garantissant la liberté d'expression. Manifestement Egan-Jones n'en bénéficie pas.

Qu'est ce que cela signifie d'interdire à Egan-Jones de publier son avis sur des dettes souveraines sinon une limitation de sa liberté d'expression ? Est-ce que demain une

banque ou un analyste subira la même sanction ? Une chaîne de télévision ou un journal sera-t-il censuré sur ce sujet ?

L'agence gagne sa vie avec ses notations d'entreprise, mais l'impact de cette décision en termes d'image et de visibilité sera significatif. Et vaudra comme avertissement pour tout nouvel entrant. Le « crony capitalism », qui englobe donc des organismes de contrôle comme la SEC, vient de franchir une nouvelle étape en remettant en cause un droit fondamental.

On n'en a pas fini avec le risque bancaire !

Le 7 février 2013

Tiens comme c'est bizarre, plusieurs grandes banques internationales annoncent des pertes importantes pour le dernier trimestre 2012, comme le Crédit Agricole, Commerzbank, UBS. L'une des plus grandes banques italiennes, Monte dei Paschi, est au bord du dépôt de bilan, le hollandais SNS Reaal a été nationalisé en catastrophe. Et nous qui pensions que la crise était terminée, vraiment comme c'est étonnant...

A chaque fois les dirigeants des banques parlent « d'éléments exceptionnels », sous-entendu c'est juste un accident de parcours. En y regardant de plus près on se rend compte que cela n'est en général pas vrai.

Il y a d'abord les séquelles de la crise de 2008, qui sont loin d'avoir disparu contrairement à ce que veulent nous faire croire les banquiers. SNS Reaal tombe à cause de l'immobilier. Pas des subprimes américaines, non, de l'immobilier néerlandais : les prix sont élevés et les ménages très endettés. Mais la bulle n'a pas encore éclaté, qu'est ce qui se passera quand ce sera le cas ?

Monte dei Paschi chute à cause des CDS. On pensait que les banques avaient retenu la leçon, il faut croire que non. D'ailleurs on peut noter que lorsqu'elles sont au bord du gouffre, les banques révèlent leur exposition aux produits dérivés, façon de dire « sauvez-moi sinon je fais tout exploser ». Dexia a fait de même récemment. On le sait, toutes les banques ont des produits dérivés, potentiellement explosifs, mais pour l'instant, elles gèrent. C'est très rassurant.

Le Crédit Agricole paye ses investissements hasardeux en Grèce (la banque Emporiki) et semble cette fois en avoir fini, mais toutes les banques qui possèdent des filiales dans des pays en difficulté sont exposées à des pertes significatives.

Des affaires ressortent : la Barclays est soupçonnée d'avoir prêté plusieurs milliards au fonds souverain du Qatar pour qu'il les apporte en capital, afin d'éviter à l'époque de subir une nationalisation partielle comme plusieurs autres banques britanniques...

La crise de 2008 est loin d'avoir été soldée, et il apparaît désormais de nouveaux risques.

Il y a l'affaire du Libor, qui a déjà coûté de fortes amendes (11 milliards d'euros aux 5 grandes banques britanniques), et ce n'est pas fini, nombre d'actions juridiques étant en cours. Du côté de l'Euribor, la Société Générale vient d'être mise en cause en Italie. Les manipulations des taux de référence n'ont pas fini de faire parler d'elles.

Un autre scandale touche les banques britanniques : Barclays, HSBC, Lloyds et RBS sont accusées d'avoir vendu des produits dérivés aux PME en infraction avec la réglementation en vigueur. La facture pourrait atteindre, selon les experts, entre 1,5 et 10 milliards de livres. Cette somme s'ajoutera aux 12 milliards de livres de dédommagements déjà

prévus pour dédommager les ménages victimes de la vente forcée d'assurance-emprunteur baptisées PPI (Personal payment insurance).

D'autres affaires plus sombres apparaissent, comme celle qui accuse le parti au pouvoir en Espagne et le chef du gouvernement Mariano Rajoy d'avoir touché des pots de vin de la part des banques au moment de la bulle immobilière. Une même accusation émerge au Portugal avec la banque BPN.

Immobilier, investissements douteux, produits dérivés, manipulations diverses, les risques sont encore bien présents. Pire, les banques ne semblent aucunement être devenues plus vertueuses après la crise de 2008. "L'aléa moral" joue ici à plein : les banques et les banquiers n'ont pas payé le prix de la crise de 2008, alors pourquoi changer de comportement ?

Scoop : l'Irlande restructure sa dette !

Le 14 février 2013

Les autorités européennes, la BCE, la Commission, les chefs Etats, l'avaient affirmé haut et fort : la restructuration de la dette grecque restera une exception, la première et la dernière du genre, aucun autre pays ne bénéficiera d'une telle mansuétude. Il fallait éviter la contagion, car si chaque pays en difficulté demande une restructuration de sa dette (qui se traduit par une perte sèche pour les investisseurs), c'est la confiance globale dans la zone euro qui est remise en cause.

Pourtant, loin des caméras, et sans convoquer des « sommets de la dernière chance », un autre pays a bénéficié d'une restructuration : l'Irlande. Les grands médias n'en ont pas parlé ? C'était l'effet recherché. Il est vrai que les choses étaient plus faciles car seule la BCE a sorti son porte-monnaie, les investisseurs privés, qui auraient pu se faire entendre, n'étaient pas concernés.

Le pays a bénéficié d'une aide de 85 milliards d'euros pour le sauvetage de ses banques en 2009. Mais en décembre dernier, le gouverneur de la banque centrale d'Irlande avait clairement fait comprendre que les échéances ne seraient pas tenues : « le délai de remboursement devrait être considérablement allongé » expliquait-il sur le ton du « c'est ça ou rien ».

Coincée, la Banque centrale européenne (BCE) a accepté (le 7 février) un rallongement des échéances moyennes (qui passent de 7 à 34 ans) et une baisse des taux d'intérêt. Ce faisant, la BCE renonce à 20 milliards d'euros d'intérêt sur dix ans. Un sacré cadeau quand on sait que pour la Grèce elle avait fait une croix sur 8 milliards d'euros d'intérêts. Le premier remboursement du principal aura lieu en 2038 et le dernier en 2053, ce qui laisse le temps à d'autres « discussions ». Bien joué Dublin !

L'Irlande a prévu de revenir sur les marchés avant la fin de l'année, il fallait éviter tout psychodrame. Bien sûr, le pays fait de réels efforts qui commencent à payer, les exportations repartent, la croissance prévue pour 2013 est de 1,3%, ce qui n'est pas si mal. Mais la crise de la bulle immobilière n'est pas encore soldée, les crédits hypothécaires de mauvaise qualité sont logés dans la *bad bank* NAMA (National Asset Management Agency), soutenue par l'Etat. Les risques demeurent.

On le comprend, il ne fallait pas faire la publicité d'un tel accord pour ne pas détourner les investisseurs des dettes souveraines européennes. Mais déjà le Portugal frappe à la porte de la BCE et explique qu'il ne voit pas pourquoi il ne bénéficierait pas des mêmes

arrangements que la Grèce et l'Irlande. L'Espagne doit surveiller avec intérêt les démarches de son voisin... Franchement, ça va finir par se savoir !

Alerte : l'or de nouveau en backwardisation !

Le 21 février 2013

La backwardisation (ou backwardation), qu'est ce que c'est ? Pour l'or, ou une matière première, le prix du *Future*, ou du contrat à terme, est supérieur au prix *Spot*. En effet, pour livrer une matière première dans le futur, il faut emprunter de l'argent pour l'acquérir aujourd'hui et la stocker pour pouvoir la livrer plus tard. Ceci représente un coût qui se matérialise donc par un prix *Future* supérieur au prix *Spot*.

C'est la situation normale. Mais il arrive que le prix *Spot* soit temporairement supérieur au prix *Future*, cela se produit en cas de forte demande et de stock faible, l'offre n'arrive plus à suivre, on parle alors de backwardisation (dont le contraire est le contango, qui correspond donc à la situation la plus courante).

Ce phénomène se comprend pour une matière première, dont les stocks peuvent tomber à zéro ou presque, mais moins pour l'or, qui justement n'est pas une matière première, qui n'est pas détruit ou transformé lors de son acquisition, mais simplement stocké.

Le « stock » d'or dans le monde ne diminue jamais, il augmente même régulièrement grâce à l'extraction minière, donc normalement l'or ne devrait jamais être en backwardisation. Il faut bien comprendre qu'un tel phénomène est théoriquement impossible : il suffit alors à celui qui possède de l'or de le vendre au comptant et de le racheter à terme pour empocher un profit sans risque. A l'heure où le marché est scruté jour et nuit par des milliers d'investisseurs professionnels utilisant des outils toujours plus sophistiqués, une telle anomalie ne devrait pas persister plus de quelques secondes, or il lui est arrivé de durer plusieurs jours.

La backwardisation de l'or ne peut s'expliquer que par une seule chose : la disparition de la confiance. Les acheteurs potentiels de *Futures* pensent qu'il y a un risque significatif que le contrat ne soit pas honoré (*i.e* que la livraison physique de l'or n'ait pas lieu). Même s'il y a un profit à prendre, ils ne mettent pas en place l'arbitrage et ils gardent précieusement leur or physique.

La backwardisation persiste aussi longtemps que la crise de confiance persiste. Et il s'agit ici de la confiance dans le système monétaire lui-même ! Si la backwardisation devient permanente, à ce moment là l'or ne sera plus en vente à aucun prix. Les détenteurs de lingots ne voudront pas les vendre quel que soit le prix, tout simplement parce qu'ils n'auront plus confiance dans la monnaie papier qu'on leur offrira en échange (ce sera certainement le prélude à l'hyperinflation).

Historiquement le marché de l'or a toujours été en contango, mais depuis le début des années 2000, celui-ci a suivi le mouvement des taux d'intérêt et n'a cessé de diminuer (le coût de l'argent diminue, donc la livraison dans le futur coûte moins cher). Il a été une première fois en backwardisation plusieurs jours en décembre 2008 suite à la faillite de Lehman Brothers, la tension sur les marchés était alors à son comble. Puis en mai 2012 à l'occasion de l'extension de la crise de la zone euro à l'Espagne et à l'Italie. Et cela se reproduit en ce moment même justement, signe d'une forte tension, même si le cours demeure calme, mais peut être plus pour très longtemps...

Quoi qu'il en soit, voici un phénomène à surveiller et qui confirme, s'il en était besoin, que l'or est la monnaie de référence face aux monnaies papier.

Les banques européennes toujours sous perfusion de la BCE

Le 28 février 2013

Nous avons déjà expliqué que le risque bancaire en Europe demeure élevé. Un autre élément est à prendre en compte, et qui montre la profondeur de la crise : le marché interbancaire ne fonctionne toujours pas, les banques européennes sont toujours sous perfusion de la BCE !

Pour faire face au blocage du marché interbancaire et au risque de faillite de banques, la BCE avait réalisé deux prêts géants, en décembre 2011 et en février 2012, d'un montant total de 1000 milliards d'euros sur trois ans à 1% l'an (les LTRO, *Long Term Refinancing Operation*). Un vrai cadeau dont avaient profité plus de 500 banques européennes.

Cette planche à billets géante avait apporté une réelle détente sur les taux des dettes souveraines italienne et espagnoles. La plupart des dirigeants politiques et des éditorialistes en avaient conclu que la crise était terminée... Non, elle était suspendue.

Le secteur bancaire et les autorités européennes expliquent que la crise est passée, d'ailleurs certaines banques ont commencé à rembourser par anticipation ces LTRO, expliquent-ils. Mais il faut remettre les choses en perspective, pour l'instant seuls 212 milliards d'euros ont été remboursés, soit un cinquième de la somme totale, et le rythme se ralentit, ce qui ne manque pas d'inquiéter. Les analystes de Citi jugent ce ralentissement décevant et considèrent que cela pourrait jeter le doute sur les perspectives des systèmes bancaires en Europe.

Même si la BCE n'a pas communiqué quelles banques avaient emprunté et combien, on sait que les pays du sud (Espagne, Italie, Portugal, Grèce) avaient largement profité de cette manne. Mais leur situation ne cesse de se dégrader ! La proportion des prêts en défaut grimpe dangereusement, et cela les banques peuvent le masquer un temps mais pas éternellement. On peut être certain que les banques de ces pays ne rembourseront pas ces LTRO avant terme, et d'ailleurs le pourront-elles à l'échéance ? Ce n'est même pas sûr et la BCE sera certainement obligée de faire à nouveau du *quantitative easing*.

Élément d'incertitude supplémentaire : la situation semble bloquée en Italie suite aux dernières élections où aucune majorité claire ne s'impose. Et rappelons que plus de la moitié des voix s'est portée sur des candidats qui veulent sortir de l'euro (Silvio Berlusconi et Beppe Grillo) !

Si seules les banques en bonne santé remboursent les LTRO par anticipation (un cinquième de la somme totale on le rappelle), il faut s'inquiéter. Quoi qu'il en soit, le système bancaire européen reste entièrement dépendant de la BCE pour fonctionner au jour le jour, et ce n'est pas une bonne nouvelle.

QE et inflation

Le 6 mars 2013

Une grande quantité de monnaie est créée par les banques centrales, on le sait. La Fed, la BCE, la BoJ et la BoE monétisent des quantités importantes de dettes publiques et privées, en ce qui concerne la Fed cela représente 85 milliards de dollars par mois, tout de même. Pourtant on ne constate pas pour l'instant de dérapage des prix, même si l'on

peut noter une réelle appréciation des prix alimentaires et énergétiques, plus ou moins masqués par les statistiques officielles. Mais, c'est clair, pas de forte inflation.

L'économiste « autrichien » peut être désarçonné, lui qui sait que toute création monétaire excédentaire conduit à une hausse des prix. Certes, mais d'abord, cette hausse se retrouve en partie sur les matières premières (on parle d'inflation d'actif), puis ensuite dans le panier de la ménagère, d'où des prix, pour l'alimentaire et l'énergie, qui s'inscrivent sur une tendance à plus de 5% l'an.

Mais surtout il faut tenir compte d'un autre élément : la vitesse de circulation de la monnaie. L'économiste Irving Fisher (1867-1947) avait mis cela en évidence. Car si la quantité de monnaie dans une économie augmente mais qu'elle circule moins vite, les deux effets s'annulent, et il n'y a pas d'impact sur les prix. Or précisément, celle-ci diminue sans cesse depuis la crise de 2008.

Le ralentissement de la croissance, que l'on note depuis quelques trimestres aux Etats-Unis et en Europe, contribue à freiner encore la circulation de la monnaie. Les banques centrales font tourner la planche à billets mais l'argent ne circule pas : le crédit ne décolle pas car les perspectives économiques sont déprimées, on note seulement de la spéculation sur les matières premières, comme on l'a dit, et sur le marché boursier.

Faut-il pour autant se satisfaire que ces deux effets se compensent et n'entraînent pas de forte inflation ? Non car cet équilibre est fragile : la vitesse de circulation est en effet très sensible aux facteurs psychologiques.

Prenons l'exemple, le plus courant, d'un salarié. En général il touche sa paye tous les mois, et il fait ses courses toutes les semaines. Mais s'il se rend compte que les prix se mettent à augmenter au cours du mois, son réflexe naturel sera de faire la totalité de ses courses en une fois, dès que sa paye aura été virée sur son compte. Et si des millions de personnes font de même, on comprend que la vitesse de circulation de la monnaie explose. C'est à ce moment qu'un pays bascule dans l'hyperinflation, les gens se précipitent pour dépenser (se débarrasser) de leur argent, c'est la « fuite devant la monnaie », les étiquettes valsent, ceux qui détiennent des stocks attendent que les prix montent encore, les pénuries et le marché noir s'étendent. Résultat : l'économie sombre, le chômage explose et les épargnants sont ruinés. Un simple événement ou une peur irrationnelle peut déclencher le passage de l'inflation à l'explosion des prix, et une fois que c'est parti, c'est irrattrapable.

Qu'est-ce qui pourrait déclencher un tel mouvement ? Difficile à dire. Quand cela se produira-t-il ? Impossible à prévoir. Mais plus la masse de monnaie « dormante » augmente, plus le système monétaire devient sensible au moindre choc.

Record du Dow Jones, merci qui ? Merci la Fed !

Le 14 mars 2013

A 14.000 points, l'indice Dow Jones a retrouvé son record historique d'octobre 2007. Une remarquable remontée après un plus bas à 6.500 points le 9 mars 2009. Alors, la crise est donc finie ?

Mais en octobre 2007 la crise était déjà présente ! Elle commençait à éclater. La bulle des *subprimes* avait artificiellement gonflé la croissance et les premiers craquements apparaissaient (faillite de New Century Financial Corporation, faillite de deux hedge funds de Bear Stearns, plan de sauvetage de l'allemand IKB, faillite de Northern Rock, fermeture de deux fonds par BNP Paribas, profit warning de plusieurs banques

américaines). Les prix de l'immobilier aux Etats-Unis commencent à refluer en 2006 et dès le printemps 2007 les premiers signes inquiétants dans le secteur financier apparaissent. La crise éclatera vraiment le 15 septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers.

Et si le Dow Jones a retrouvé et dépassé son record historique, qu'en est-il vraiment de l'économie ? Elle n'est pas du tout revenue à son niveau d'octobre 2007, loin de là : la population sans emploi s'est nettement accrue, le nombre de bénéficiaires des bons alimentaires est passé de 26,9 millions à près de 50 millions, le déficit commercial s'est considérablement creusé, la croissance est en berne. Et les menaces pour l'avenir grandissent avec un déficit budgétaire qui a explosé et une dette publique qui est passée de 38% du PIB à 74%.

Alors d'où vient ce miracle ? On dit "merci la Fed" ! En octobre 2007 le taux d'intérêt de la banque centrale était de 4,75%. Ben Bernanke s'est empressé de le ramener à zéro (exactement 0 à 0,25) en décembre 2008 pour l'y maintenir depuis. Il s'est même engagé à rester à ce niveau pour plusieurs années. Et dans le même temps il a mis en place les plans de « Quantitative easing », QE1, QE2 et actuellement QE3, d'un montant de 85 milliards de dollars par mois, moitié pour l'Etat fédéral (pour financer son déficit), moitié pour les banques (rachat de créances hypothécaires).

Où va s'investir tout cet argent facile ? Pas dans l'économie, la croissance est atone. Pas dans les obligations d'Etat, elles ne rapportent rien. Que reste-t-il ? Les pays émergents, les matières premières, et surtout la bourse. Avec tout cet argent tombé du ciel, c'est comme si Wall Street touchait le gros lot tous les mois, pas étonnant que les cours montent !

Mais, comme en octobre 2007, nous sommes encore en crise. Une crise de la dette souveraine, ce qui est nouveau, mais aussi les suites de la crise des *subprimes* (la preuve, la Fed consacre la moitié de son QE3 à racheter des créances hypothécaires aux banques). En fait rien n'a vraiment été réglé sur le fond, mais seulement repoussé dans le temps grâce à la dette de l'Etat et à la planche à billets.

Il y aura donc un moment où la fête sera terminée et où le Dow Jones battra d'autres records, mais à la baisse. Ceux qui possèdent des actions peuvent les vendre pour acheter de l'or, ce serait plus que raisonnable...

Chypre, le jour d'après

Le 21 mars 2013

Dans les livres d'histoire, le 16 mars 2013 restera comme le jour où les comptes bancaires d'un pays de la zone euro ont commencé à être rackettés.

Comme toujours, avant c'était «impensable». La commission européenne avait harmonisé au niveau européen la garantie des dépôts à hauteur de 100.000 euros, et le président chypriote avait juré que l'on ne toucherait pas aux comptes bancaires. Et après cela devient «inévitabile», absolument nécessaire pour sauver le système financier. Et, bien sûr, cela restera tout à fait «exceptionnel», une seule fois, à Chypre, et nulle part ailleurs.

Qu'importe la confusion qui règne sur le plan lui-même, puisqu'au départ l'ensemble des comptes bancaires était concernés (6,75% en deçà des 100.000 euros, 9,9% au-delà), puis ensuite ceux de moins de 20.000 euros seraient exemptés. Qu'importe les assurances sur le caractère exceptionnel de cette mesure, elle n'abusera que les naïfs et

les crédules. Même si cette taxation devait finalement échouer - le parlement chypriote s'y est opposé le 19 mars - qu'importe, le tocsin a sonné, que chacun l'entende : désormais les comptes bancaires des pays en difficultés sont sous la menace d'une spoliation.

Lorsque l'on prend un peu de recul historique cela n'a rien d'étonnant, les faillites des Etats se traduisent toujours par la ruine des épargnants. Seules les modalités diffèrent : défaut, hyperinflation, spoliation, faillites bancaires, l'une n'excluant pas l'autre. Mais depuis le 16 mars c'est soudain devenu concret. Passé la stupéfaction de l'annonce, il faut bien se rendre à l'évidence, ce risque est désormais bien réel.

Cette mesure va-t-elle seulement permettre de résoudre le problème ? Que feront les déposants étrangers, jusqu'ici attirés par une fiscalité avantageuse, sinon partir pour éviter un deuxième hold-up ? Que feront les chypriotes disposant d'un capital conséquent sinon le mettre à l'abri hors de leurs frontières ? Cette fuite des capitaux ne fera que dégrader encore plus la situation des banques chypriotes auxquelles l'Europe et le FMI sont sensés porter secours. Et comment vont réagir ceux qui, résidents ou pas, disposent de capitaux importants placés en Grèce, en Italie, en Espagne, au Portugal, sinon accélérer un mouvement de fuite que l'on constate déjà depuis plusieurs mois ?

Et fuir pour aller où ? En Allemagne, où le système bancaire n'est pas en si grande forme, et surtout qui aurait beaucoup à perdre en cas de désintégration de la zone euro (via les créances Target2, l'excédent commercial allemand s'exprimant par des créances sur les banques centrales des pays importateurs...) ? En Angleterre où la planche à billet tourne à plein ?

Les risques augmentent partout, la situation devient de plus en plus confuse, il faut en revenir aux fondamentaux : à l'idéal sortir des monnaies papier pour aller vers l'or, sortir du circuit bancaire pour se prémunir de toute confiscation, et sortir de la zone euro pour aller dans un pays qui respecte vraiment le droit de propriété, comme la Suisse.

Sinon ? Suivre l'exemple du nouveau pape François, devenir pauvre, ça fait beaucoup moins de questions compliquées à se poser !

Chypre, l'arbitraire et la confusion

Le 28 mars 2013

Chypre est temporairement sauvé de la faillite, mais nous devons nous poser la question : le nouveau plan n'est-il pas pire que le premier ? Sachant, bien entendu, que les deux constituent des vols de l'épargne des particuliers et des entreprises par des dirigeants politiques incompétents, et qu'il s'agit de comparer la peste et le choléra.

Le premier plan prévoyait une taxe sur l'ensemble des dépôts (6,75% sous les 100.000 euros et 9,9% au dessus). Les députés chypriotes l'ont rejeté... parce qu'il touchait tous leurs électeurs. En exonérant les dépôts inférieurs à 100.000 euros, seuls les «riches» sont concernés. Et assommés car la taxe devra être d'autant plus élevée.

En outre, le premier plan prévoyait un taux unique, alors que pour le deuxième ce taux varie en fonction des banques : 30% si vous êtes à la Bank of Cyprus, la première du pays, encore plus, peut être même 100% si vous êtes à la Laiki Bank, il faudra attendre la liquidation. Ces deux banques regroupant 80% des comptes bancaires de l'île. Que les actionnaires payent à la mesure des pertes d'accord, mais les déposants ! Et avec des taux aussi confiscatoires, nombre d'entreprises ne pourront plus payer les salaires ni continuer leur activité.

Les filiales chypriotes de banques russes ne sont, elles, pas concernées par ce plan. Ainsi une partie des «méchants» oligarques fraudeurs du fisc échapperont au couperet ! Les difficultés des deux principales banques étant connues depuis longtemps, nombre d'entre eux ont de toute façon quitté l'île. Par ailleurs on découvre que les filiales londoniennes des deux principales banques chypriotes sont restées ouvertes le plus normalement du monde et ont ainsi permis des retraits massifs. Encore un moyen d'échapper à la taxe pour les oligarques, et aussi les Anglais, également très présents dans l'île.

On apprend au passage que la Banque du Pirée reprend trois filiales grecques de banques chypriotes pour 524 millions d'euros en numéraire. Les clients de ces banques ne subiront pas les décotes de leurs maisons-mères. On croyait que les banques grecques étaient au bord de la faillite et sous perfusion de la BCE, comment l'une d'entre elles peut mettre sur la table un demi-milliard d'euros en cash ? S'agit-il de protéger quelques clients privilégiés ?

Au final, pour les dépôts de plus de 100.000 euros, la perte ira de 0 à 100% suivant que vous êtes dans la bonne ou la mauvaise banque, que vous aurez eu le bon tuyau ou pas, c'est la loterie à l'envers !

Ensuite ceux qui auront subi ce racket n'auront bien sûr qu'une idée en tête, fuir Chypre pour trouver des pays plus hospitaliers (ou placer son argent à l'étranger si l'on est résident). Se posera alors le problème du strict contrôle des mouvements de capitaux que met en place l'île pour éviter une nouvelle crise bancaire. Combien de temps durera ce blocus ? Nul ne le sait. On peut même se demander si les euros de Chypre auront la même valeur que ceux de la zone euro, vu qu'ils sont étroitement surveillés et ne peuvent voyager. S'agit-il encore d'une monnaie «unique» ?

Lorsque les banques rouvriront, on risque de se rendre compte que les entreprises locales paieront un tribut extrêmement lourd, ce qui sera catastrophique pour l'économie de l'île. Mais c'est surtout l'effet de contagion qui doit le plus inquiéter aujourd'hui. Comment vont réagir ceux qui détiennent des fonds significatifs en Grèce, en Espagne, au Portugal, en Italie, en Irlande ? En attendant que la liste des pays en difficulté ne s'allonge (la Slovaquie bientôt ?).

Comme s'il fallait jeter de l'huile sur le feu, le président de l'Eurogroupe, Jeroen Dijsselbloem, a déclaré que la restructuration de Chypre constituait un «modèle», avant de se rétracter. Le commissaire européen au Marché intérieur, Michel Barnier, a indiqué qu'une nouvelle directive européenne pourrait prévoir la mise à contribution des dépôts bancaires de plus de 100.000 euros en cas de sauvetage d'une banque. Mais au fond personne n'est dupe, cette méthode sera bien évidemment réutilisée.

La garantie des dépôts de moins de 100.000 euros est un mythe

Le 4 avril 2013

Une actualité chasse l'autre et déjà on parle beaucoup moins de Chypre dans les médias. On cherche même à nous faire croire que le gros de la crise est passé parce qu'il n'y a pas eu de bank run lors de la réouverture des banques. Evidemment, puisque les restrictions sont maintenues ! Pas la peine de courir à sa banque si les retraits restent de toute façon limités à 300 euros par jour et par personne ! Le bank run est simplement remis à plus tard, car bien sûr, de nombreux investisseurs veulent quitter définitivement l'île.

La confusion ne fait même que s'accroître sur place puisque la taxe sur les comptes de plus de 100.000 euros pourrait atteindre 60% ! En fait on ne sait même pas, il faut attendre, la banque centrale a indiqué que la décision finale serait prise "dans pas plus de 90 jours après la fin de l'évaluation"... Et le solde ne sera pas à la disposition de l'épargnant, il sera placé sur un compte bloqué pendant six mois pour les empêcher de retirer leur argent. Mais en fait on ne sait pas vraiment car de nombreuses entreprises locales ne survivraient pas à de telles dispositions.

Dans le même temps on apprend que de nombreux Chypriotes bien informés ont sorti leur argent dans les jours qui ont précédé la crise (mais le président de la république garantit une enquête exemplaire, on est rassuré), et que les clients de la filiale britannique de la banque chypriote Laïki, dont les comptes ont été transférés chez sa concurrente Bank of Cyprus, ne seront pas touchés. Les Russes sont tous des évadés fiscaux, les Anglais sont tous d'honnêtes retraités, bien sûr.

Mais il y a surtout une idée que les autorités européennes et les médias ont instillé dans l'esprit des Européens et à laquelle il faut faire un sort, c'est la garantie des dépôts inférieurs à 100.000 euros. A Chypre, effectivement, ceux-ci ne seront pas touchés. Mais pour quelle raison ? Parce que l'Europe et le FMI ont apporté 10 milliards d'euros ! Les besoins de l'île se montent à 17 milliards, il lui faut donc trouver 7 milliards, d'où la taxe sur les "gros" comptes, mais sans ces 10 milliards, tous les comptes auraient subi une ponction.

Si une crise bancaire d'une ampleur équivalente se produisait, par exemple, en Espagne, ce n'est pas 10 milliards qu'il faudrait mettre sur la table mais plusieurs centaines. Autrement dit, impossible. Le président de l'Eurogroupe, Jeroen Dijsselbloem, a parlé de "modèle" à propos de la restructuration de Chypre. Le "modèle", en l'occurrence, c'est le financement des pertes bancaires par les déposants, pas la garantie des dépôts de moins de 100.000 euros ! D'ailleurs, on le rappelle, dans la première version du plan de restructuration, ceux-ci subissaient une ponction (de 6,75%).

Ce serait une lourde erreur, pour l'épargnant, de s'accrocher à ce chiffre de 100.000 euros et de se croire à l'abri.

Christine Lagarde fait-elle dire n'importe quoi au FMI ?

Le 11 avril 2013

Nous avons déjà parlé de la fuite en avant du Japon dans la planche à billets, notamment depuis que le nouveau premier ministre, Shinzo Abe, a changé le directeur de la banque centrale et obligé l'institution à monétiser encore plus. Le Japon s'obstine dans cette politique depuis la crise des années 90 sans aucun résultat tangible puisque la croissance ne repart pas. Par contre la dette publique atteint des niveaux jamais vus jusqu'ici : 230% du PIB ! Qu'importe, il faut continuer et accélérer.

Pourtant le premier ministre vient de recevoir un soutien de poids, et pour le moins inattendu, celui de Christine Lagarde, la directrice du FMI. Elle a en effet "salué dimanche la refonte de la politique monétaire japonaise, qui constitue un soutien bienvenu à la croissance mondiale" selon Reuters. "Les politiques monétaires, y compris les mesures non-conventionnelles, ont contribué à soutenir les économies avancées et, à leur tour, la croissance mondiale", a-t-elle déclaré lors d'une conférence dans le sud de la Chine. La Banque du Japon a annoncé la semaine dernière son intention d'injecter l'équivalent de quelques 1.400 milliards de dollars de liquidités d'ici deux ans dans le système financier japonais (le bilan de la BoJ devrait atteindre 60% du PIB fin 2014, contre 30% à la fin de 2012 !). Et pour Christine Lagarde, cette décision ne peut que profiter à la croissance.

On croit rêver. Le FMI a toujours défendu l'équilibre des comptes publics à tout prix. Il jouait souvent le rôle du "méchant" qui venait aider un pays en dernier recours, mais en contrepartie d'un plan d'austérité drastique, spécialement de coupes dans les dépenses publiques. On se rappelle les manifestations dans plusieurs pays contre l'institution internationale accusée d'appauvrir la population. Manifestement cette réputation était trop lourde à porter et désormais le FMI cède aux idées à la mode. Mais ce sont aussi celles qui nous mènent à la faillite.

Il est vrai qu'à court terme une telle politique peut faire illusion. Sur ces quatre derniers mois le yen a perdu 20% de sa valeur par rapport au dollar tandis que le Nikkei a gagné 40%, anticipant une remontée des exportations. Qu'en sera-t-il vraiment ? S'il suffisait de dévaluer sa monnaie pour générer un excédent commercial ! Par contre cette guerre des changes incite les autres pays à monétiser encore plus, pour éviter une appréciation de leur devise...

Le FMI surveille sa réputation et veut être au mieux avec les grands pays développés. Jusqu'ici il n'approuvait pas à haute voix l'usage de la planche à billets, il le fait désormais, et à propos du pays qui abuse le plus de ce procédé ! De quoi être accueilli en vedette dans les grandes capitales mondiales, de quoi bénéficier d'une excellente image dans les médias. Hum... mais attendez, la presse française parle de plus en plus de Christine Lagarde comme possible candidate à l'élection présidentielle de 2017. On sait qu'elle vient de former un cabinet de 80 personnes à Paris pour cette raison (une association baptisée "La Grande Dame", véridique). Mais cela n'a aucun rapport, bien entendu.

Les épargnants ne sont plus protégés en Europe

Le 18 avril 2013

Plus le temps passe, plus on doit se rendre à l'évidence : Chypre a constitué une répétition générale, l'expérimentation d'un plan qui sera reproduit ailleurs. La déclaration de Jeroen Dijsselbloem, le président de l'Eurogroupe, qui a parlé de "modèle", avant de se rétracter, s'avère donc vraie.

La Commission européenne, et plus spécialement Michel Barnier, le commissaire en charge des banques, prépare en effet une directive qui mettra à contribution les dépôts de plus de 100.000 euros en cas de sauvetage bancaire. L'intention de départ est louable puisqu'il s'agit de ne plus mettre à contribution les contribuables, mais cet argument ne constitue-t-il pas qu'un prétexte ?

La directive prévoit qu'en cas de faillite d'une banque, les pertes seront d'abord épongées par les propriétaires et les actionnaires, suivis des créanciers "juniors" et "seniors" puis, en troisième rang, les déposants au-dessus de 100.000 euros. C'est seulement si l'ensemble de ces contributions s'avérait insuffisante qu'interviendrait l'argent public, à travers le fonds de secours européen, le MES

Voilà pour la théorie, qu'en est-il concrètement ? Lorsqu'une banque affiche de mauvais résultats, les actionnaires en ont déjà payé le prix depuis longtemps ! Les grandes banques européennes ont déjà perdu environ 90% de leur valeur boursière depuis la crise (l'action Société Générale cotait 170 euros en 2006, 25 aujourd'hui, par exemple), il ne reste donc plus grand-chose de ce côté-là. Les créanciers ont également fait en sorte de partir. La seule vraie richesse qui reste, ce sont les comptes bancaires. Ils prendront donc sur eux l'essentiel de la ponction, il ne faut pas se faire d'illusion.

Mais les comptes de moins de 100.000 euros sont-ils bien à l'abri ? Certainement pas ! Il faut bien comprendre que les comptes bancaires chypriotes de moins de 100.000 euros ont été préservés parce que l'Europe et le FMI se sont engagés à apporter 10 milliards d'euros. Si la crise devait toucher un grand pays comme l'Espagne, l'Italie ou la France, ce n'est pas 10 milliards mais plusieurs centaines qu'il faudrait mobiliser. Qui peut croire que cela sera fait ? Qui peut croire que l'Allemagne fera exploser son endettement pour sauver les comptes bancaires des Espagnols, des Italiens ou des Français ?

D'autant que ceux qui détiennent des comptes supérieurs à 100.000 euros font se dépêcher de les vider pour les répartir sur plusieurs comptes, et leur nombre va diminuer comme neige au soleil. Cette directive va aussi favoriser le bank run dès les premiers signes sérieux de crise.

En refusant de s'attaquer aux grands oligopoles bancaires et à l'opacité de leur fonctionnement, à cette logique du "too big to fail" qui encourage l'irresponsabilité, l'Union européenne évite les questions gênantes. Cette directive constitue surtout un aveu d'impuissance, et les épargnants en paieront le prix.

L'euro, un monstre à plusieurs têtes ?

Le 25 avril 2013

L'euro est vraiment une monnaie bizarre : certainement pour la première fois dans l'histoire monétaire, voici UNE monnaie qui est gérée par PLUSIEURS banques centrales ! Car la création de la Banque centrale européenne (BCE) ne s'est pas accompagnée de la disparition des banques centrales nationales, ou de leur transformation en filiales régionales, elle s'y est superposée. L'ensemble forme le Système européen de banques centrales (SEBC). D'ailleurs ce sont les banques nationales de la zone euro qui sont actionnaires de la BCE. Bien sûr, la BCE pilote la politique monétaire, mais chaque banque centrale dispose d'une certaine autonomie.

La BCE peut soutenir directement les banques européennes en difficulté, on l'a vu par exemple avec les deux prêts géants de 500 milliards d'euros chacun en décembre 2011 et février 2012 (les LTRO). Mais les banques centrales des différents pays peuvent également aider leurs banques, avec leurs propres critères... Et si une banque centrale refinance une banque commerciale en acceptant en contrepartie des actifs qui ne valent rien, cela signifie qu'elle fait tourner la planche à billets ! Une telle opération se fait avec l'accord de la BCE, mais c'est tout de même inquiétant.

Cette autonomie des banques centrales nationales commence à se voir et à poser problème. Depuis quelques semaines, la presse allemande accuse la Banque de France de soutenir indument les banques françaises, avec l'accord tacite de Mario Draghi. Les STEP (Short-Term European Paper), qui sont un outil de refinancement, pèsent 445 milliards d'euros au niveau européen, mais plus de la moitié concerne la France ! Selon les Deutsche Wirtschafts Nachrichten, "il se développe en France, sous les radars, une gigantesque bulle financière". Selon le journal français La Tribune, "on sait que la BCE avait fait état, sans jamais révéler son nom, du fait qu'une grande banque française était au bord de la faillite en raison de sa trop forte exposition au risque."

Et on ne parle ici que de la France. Qui sait ce qui se passe vraiment dans les arrières-cuisines des banques nationales de Grèce, du Portugal, d'Espagne, d'Italie, etc. ? Et même de l'Allemagne, très réticente face à la supervision bancaire européenne que veut mettre en place la BCE ? Que cela concerne le refinancement, le contrôle des risques ou le respect de la légalité, chaque banque centrale agit à sa façon, avec ses petits

arrangements et ses secrets. Ce sont autant de bombes à retardement qui grossissent au fur et à mesure que la crise bancaire s'amplifie.

En voulant respecter les susceptibilités de chaque pays, en voulant maintenir la fiction d'une banque centrale "nationale" malgré la mise en place de la monnaie unique, les promoteurs de l'euro ont créé un risque systémique interne explosif.

Deutsche Bank, la banque la plus exposée aux produits dérivés dans le monde

Le 1^{er} mai 2013

C'est la petite info de la semaine, qui est passée sous les radars, mais sur laquelle il faut revenir : la banque qui possède la plus forte exposition aux produits dérivés dans le monde n'est pas la JP Morgan, comme on le pensait, mais la Deutsche Bank. Comme l'indique son rapport annuel 2012, la banque est exposée à hauteur de, attention retour à la ligne :

55.605.039.000.000 euros, autrement dit 55.605 milliards d'euros, 55 mille milliards d'euros, ou 55,6 trillions d'euros, ouf.

Par comparaison, le PIB de l'Allemagne s'élevait à 2012 à 2.644 milliards d'euros, ce qui signifie que les engagements de la première banque du pays dans les produits dérivés sont vingt fois plus élevés que toute la richesse créée en un an dans la première puissance économique européenne. Converti en dollars, cela représente 72,8 trillions de dollars, soit un peu plus que la JP Morgan. L'Europe détient le record, la première banque au cœur du pays le plus solide, bravo !

Mais il ne faudrait pas s'inquiéter selon les comptables de la banque allemande, car tous ces engagements sont compensés et, au final, l'exposition nette ressort à 20,3 milliards d'euros seulement. C'est ce qu'expliquent les dirigeants des grandes banques lorsqu'on met ce sujet sur la table : les positions s'équilibrent. Quand un engagement est pris sur un produit dérivé, la banque achète une protection (la position inverse) pour se prémunir.

Mais au fait, à qui achète-t-elle cette protection ? A une autre banque... En réalité toutes les grandes banques se vendent des produits dérivés, ce qui signifie que si l'une d'entre elles fait faillite, toutes les autres plongent ! Les protections vendues par la banque en faillite s'évanouissent, et les autres banques voient leur exposition nette exploser et tombent également. C'est ce qui a failli se produire avec la faillite d'AIG en septembre 2008 qui était la contrepartie de nombreux établissements financiers, et qui a été sauvée en catastrophe par l'Etat américain. Le calcul de l'exposition nette est ainsi purement théorique. Les dépôts de la Deutsche Bank représentent un centième de ces 55,6 trillions d'euros de produits dérivés, Chypre à côté c'est de la rigolade.

Toutes les grandes banques se tiennent ainsi en équilibre sur une montagne de produits dérivés qui devient très friable en période de crise. Il y a tout de même un point positif dans cette affaire : le siège de la Deutsche Bank se trouve à Francfort, comme celui de la BCE, ainsi Mario Draghi n'aura que quelques rues à traverser en cas de problème.

Manipuler les taux d'intérêt pour masquer le risque

Le 8 mai 2013

Après le scandale du Libor, celui de l'ISDAfix ? Il ne s'agit plus cette fois du taux interbancaire, mais du taux de référence pour les swaps de taux d'intérêt. On estime que l'ISDAfix intervient dans un marché de 380.000 milliards de dollars, soit un montant comparable à celui du Libor. Et lui aussi serait manipulé ! La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) vient de lancer une enquête.

Il faut dire que le mode de fixation de ces taux est identique : quelques banques, les plus grandes, disent ce qu'elles veulent bien dire, et le taux est fixé pour tout le monde ! Ces banques disposent donc d'un avantage indéniable, d'une avance sur le marché, de la possibilité de s'entendre, ou de masquer leurs difficultés en sous-estimant les chiffres.

Cependant, ne l'oublions pas, le plus grand manipulateur du taux d'intérêt... ce sont les banques centrales ! Avec leur "politique monétaire", elles fixent toujours au plus bas leurs taux directeurs, soi-disant pour soutenir l'économie et encourager le crédit, avec les résultats que l'on sait, c'est-à-dire nuls. Si les banques centrales s'abstenaient de toute intervention, les taux d'intérêt seraient nettement plus élevés.

Quoi qu'il en soit, ces taux ne traduisent pas la réalité du marché, l'état réel du secteur financier et de l'économie. Le "prix du temps", ou le coût du capital, constitue pourtant une variable fondamentale pour l'ensemble des acteurs économiques, en conséquence toutes leurs décisions sont affectées d'un biais.

Et ce qui disparaît ainsi dans ces taux manipulés, c'est la prime de risque. Le banquier central ne doit surtout pas reconnaître que son Etat a du mal à financer son déficit budgétaire, ou que son système bancaire est mal en point. Le trader ne doit surtout pas avouer que sa banque a du mal à se refinancer, il communiquera alors un taux interbancaire plus bas que la réalité, contribuant ainsi à un Libor inférieur à ce qu'il devrait être.

Mais éliminer la prime de risque ne fait pas disparaître le risque comme par enchantement, bien sûr. Il se diffuse ailleurs (dans le bilan de la banque centrale, dans la bulle obligataire, et Dieu sait où). Il se répand sans être clairement identifié, tandis que les emprunteurs et les investisseurs croient qu'il a disparu. Un tragique malentendu qui débouche sur des bulles, et plus tard sur une crise plus grave.

Cette manipulation des taux va de pair avec la planche à billets, il s'agit de travestir la réalité, de faire croire que tout va bien, de former de bonnes anticipations chez les décideurs, d'avoir un marché boursier haussier en espérant finalement que la croissance réapparaissent. Mais ce mensonge ne dure qu'un temps, avant que la crise revienne, plus violente.

Des bulles partout ?

Le 16 mai 2013

Assistons-nous à l'émergence généralisée de bulles, ou à la création d'une bulle géante ? Tous les actifs financiers montent en même temps : les actions, les dettes souveraines, les obligations d'entreprise ! Et les émetteurs considérés comme sans risque, comme les USA ou l'Allemagne pour les emprunts d'Etat, ou les grandes entreprises bien notées, offrent des rendements très faibles, nuls ou négatifs. Résultat, les investisseurs à la

recherche de rendement se déportent sur des produits plus risqués, faisant à leur tour monter leur prix, et diminuer le retour sur investissement.

On constate ainsi une ruée vers les obligations d'entreprises à haut risque, ou vers des produits qui rappellent la période des subprimes comme les CLO (Collateralized loan obligations). Les primes de risque s'aplatissent partout, mais globalement le risque systémique augmente...

En période normale on assiste à un arbitrage entre les actifs, les emprunts d'Etat "sans risque" sont délaissés au profit des actions, mais l'on n'assiste nullement à ce phénomène en ce moment. Il est vrai que les banques centrales, aux Etats-Unis et au Japon notamment, acquièrent une part importante de la dette de leur pays, mais tout de même, cela n'explique pas tout.

Les pays développés comme les pays émergents profitent de cette hausse générale. Les matières premières, même si l'évolution de leurs cours s'avère plus erratique, ne sont pas délaissées. Ah si, il y a tout de même un actif qui baisse un peu en ce moment, c'est l'or. L'or ne participe pas à la fête. Est-ce un bien ou un mal ?

Prenons un peu de recul : toute cette hausse généralisée des actifs financiers se fait dans un contexte de croissance zéro (l'Europe), faible (USA), ou en ralentissement (la Chine). Autrement dit elle n'est pas tenable à long terme. Cette hausse se fait sur l'espoir d'une reprise, qui a été particulièrement bien vendue en ce qui concerne les Etats-Unis, mais qui n'arrive pas. Pas conséquent, un jour ou l'autre, il va se produire un "atterrissage" plus ou moins brutal. Beaucoup feront alors la grimace, mais certainement pas ceux qui détiennent de l'or.

Quand cela va-t-il se produire ? Difficile à dire bien sûr, mais jusqu'ici les banques centrales expliquaient qu'elles contrôlaient la situation et qu'elles n'hésiteraient pas à utiliser tous les moyens disponibles en cas de déséquilibre menaçant. Or désormais elles semblent s'en inquiéter, en tout cas Ben Bernanke, qui a déclaré vendredi dernier : "Nous suivons de particulièrement près les exemples de "recherche du rendement" et les autres formes de prises de risques excessives qui peuvent affecter les prix des actifs et leurs relations avec les fondamentaux." Si le patron de la Fed commence à craindre des bulles, il faut s'inquiéter !

La nouvelle muraille de la Chine : l'or

Le 23 mai 2013

Lorsque la crise de 2008 s'est produite, la Chine a eu une action très dirigiste : plutôt que de faire tourner la planche à billets en espérant que le crédit et l'investissement reprennent (comme le rêvent encore les banques centrales occidentales), le pouvoir central et les régions ont lancé de gigantesques plans d'infrastructures en obligeant les banques à leur prêter l'argent. Résultat le crédit a effectivement redécollé : de toute façon c'était un ordre de Pékin ! Alors qu'il chutait en Europe et aux Etats-Unis, le crédit bancaire total est passé de 100% du PIB en 2008 à 125% en 2010. Les grands travaux ont repris de plus belle en Chine et la croissance a maintenu son rythme en 2009 et 2010.

Evidemment, le problème avec ce genre de politique publique dirigiste, c'est des investissements à fonds perdus. Des quartiers et des villes entières sont vides, le réseau de trains à grande vitesse est surdimensionné, etc. Et cela finit par peser sur la croissance qui est loin des 10% d'antan, tout en générant des créances irrécouvrables qui fragilisent l'ensemble du système financier. Une situation dangereuse.

Finalement la Chine se retrouve avec un peu les mêmes problèmes que les pays qui ont choisi la planche à billets, sauf qu'elle a un beau réseau de trains à grande vitesse au lieu d'une bulle boursière. Au moins les rails on sait qu'ils resteront, alors que les records de Wall Street...

Et puis surtout la Chine a l'intelligence de ne pas tout parier sur des politiques monétaire et bancaires : elle achète également, dans le même temps, de très importantes quantités d'or. La banque centrale achète de l'or, et les particuliers sont encouragés à faire de même. On ne dispose pas de chiffres officiels, il s'agit d'un secret d'Etat, mais on peut estimer qu'entre l'or extrait dans le pays (400 tonnes par an) et les importations (800 tonnes), la Chine détient environ 4.000 tonnes d'or (soit l'un des stocks les plus élevés du monde), et peut être bien plus. En 2009, un groupe de fonctionnaires et d'économistes se réunirent pour discuter des mesures à prendre afin d'augmenter les réserves d'or du pays, en suggérant qu'elles devaient atteindre 6.000 tonnes dans les 3 à 5 années suivantes, voire 10.000 tonnes dans les 8 à 10 ans.

Il faut dire, on le sait peu, que la plus ancienne monnaie papier au monde a été créée en Chine, par le petit-fils de Gengis Khan, Kubilai Khan (1215-1294), que rencontra d'ailleurs Marco Polo lors de son voyage. Cette première expérience se termina en banqueroute, comme celle de John Law en France plusieurs siècles plus tard. La Chine connaîtra d'autres faillites monétaires au cours de son histoire, notamment au XXe siècle (lors de la prise du pouvoir par les communistes), elle sait ce que c'est (comme les Allemands par exemple).

Quoi qu'il en soit la Chine n'est pas dupe, face à la bulle du crédit qu'elle a créée, et dont les effets s'amenuisent, et face aux planches à billets largement utilisées en Occident, elle met en place une stratégie de secours, qui se situe exactement à l'opposé des pratiques bullaires actuelles. Les bulles peuvent exploser, en Chine et ailleurs, l'économie souffrira bien sûr, mais Pékin pourra se raccrocher à l'actif ultime, celui dont la confiance est universelle et inaltérable. Tous ne pourront pas en dire autant.

Le Japon annonce la crise à venir

Le 30 mai 2013

La chute du Nikkei de 7% jeudi dernier, et la façon dont elle s'est produite, semble laisser entrevoir comment se déroulera la prochaine crise. On le sait, un krach est toujours précédé de signes annonciateurs : la crise des subprimes a éclaté le 15 septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers, mais les premières alertes sont apparues dès le printemps 2007 (faillite de New Century Financial et de plusieurs sociétés de prêts hypothécaires).

Le Japon est en avance sur l'Europe et les Etats-Unis, parce qu'il est en crise depuis plus longtemps (l'éclatement de la bulle boursière et immobilière date de 1990), et qu'il utilise les mêmes méthodes pour essayer de s'en sortir (la dette et la planche à billets). Ça ne marche pas bien sûr, mais le nouveau premier ministre élu depuis le 26 décembre 2012, Shinzo Abe, a décidé de s'obstiner et d'accélérer la cadence !

Mais Shinzo Abe en a fait "trop", et voici l'enchaînement de la crise : les actions montent, mais à un rythme irréaliste (+ 50% entre janvier et fin avril !). L'argent "gratuit" distribué par la banque centrale est placé par les banques sur le Nikkei, façon rapide de faire des bénéfices. Une partie de ceux qui détiennent des obligations d'Etat veulent participer à la fête et les vendent aller en bourse. Résultat, le cours des obligations

baisse, et donc leur rendement augmente (le coupon que rapporte l'obligation, qui est fixe, devient proportionnellement plus important par rapport à la valeur moins élevée de l'obligation sur le marché). Mais la baisse du cours des obligations met en péril les assureurs et les banques japonaises qui se sont gavées de ces emprunts publics, elle les expose à des pertes abyssales. D'autre part, la hausse des rendements obligerait Tokyo à augmenter les taux d'intérêt auxquels il se refinance, ce qui est impossible parce que la charge des intérêts de la dette publique capte déjà presque la moitié des recettes fiscales ! Conséquence, la banque centrale intervient en catastrophe pour acheter des obligations et faire retomber la tension. Dans ce contexte de surchauffe, une mauvaise nouvelle arrive (faiblesse de la croissance en Chine, mais ça aurait pu être autre chose) et le Nikkei dévisse de 7%. Depuis les choses évoluent en dents de scie, mais en quatre mois le mirage Abe semble s'être déjà dissipé.

Et on rajoute à ce tableau une chute du yen (en recul de 16% par rapport au dollar depuis le début de l'année !) qui provoque un timide rebond des exportations, mais surtout un renchérissement des importations, c'est-à-dire une pression inflationniste, qui si elle se confirme ferait baisser le cours des obligations et obligerait l'Etat à augmenter ses taux d'intérêt pour se refinancer...

Voici la crise à laquelle nous pourrions être confrontés, mais à une échelle plus vaste et avec une perte de contrôle de la situation de la part des autorités. La mise en place d'une connexion, et d'un déséquilibre, entre les marchés obligataire et boursier, qui sont tous les deux en état de bulle, donc très instables, puis une fuite en avant de la banque centrale, une chute de la monnaie, le retour de l'inflation. Il faut suivre de près ce que va faire l'apprenti sorcier actuellement au pouvoir au Japon...

Europe, croissance zéro

Le 6 juin 2013

Le paysage de l'économie européenne est maussade, la zone euro a vu son PIB reculer de 0,2% au premier trimestre et l'OCDE a abaissé ses prévisions pour l'année 2013 et prévoit une récession de 0,6%. L'OCDE et les gouvernements entrevoient un retour à un taux positif, de l'ordre de 1%, pour 2014, rien de plus. L'Europe semble s'être arrêtée.

Trois constats viennent assombrir ce piètre résultat :

- 1) Tous les pays sont concernés par cette stagnation, même l'Allemagne (+0,1% au premier trimestre), même les pays vertueux comme l'Autriche, la Finlande et les Pays-Bas (respectivement 0, -0,1 et -0,1). Le sud de l'Europe souffre, mais le nord ne contrebalance pas.
- 2) Les responsables au niveau des gouvernements et de l'Union européenne ne savent pas vraiment pourquoi l'Europe s'enfonce dans cette langueur économique. Ils dénoncent "l'austérité" et en concluent immédiatement qu'il ne faut pas trop toucher aux dépenses publiques, s'épargnant ainsi toute réforme structurelle sérieuse.
- 3) Il n'existe aucune perspective claire de reprise, hormis la croyance qu'une fois la crise terminée la croissance reviendra, et qu'il suffit juste d'attendre. La France représente l'archétype de ce comportement qui mêle aveuglement et crédulité.

Alors on fait quoi, face au chômage qui monte, à la dette qui s'accumule et aux déficits qui persistent ? On attend et on recolle les morceaux avec la planche à billets. Le pire c'est que l'OCDE encourage ce laxisme monétaire, l'institution internationale a en effet déclaré le 29 mai : "De nouvelles mesures non conventionnelles pourraient être nécessaires pour améliorer la transmission de la politique monétaire. En particulier, de nouveaux achats d'actifs pourraient être envisagés." Il faut que la BCE achète encore plus d'actifs de qualité douteuse !

La croissance n'est pas uniquement une question économique, il faut une ambition, or quelle est celle de l'Europe aujourd'hui ? On se rappelle qu'en 2000 l'Union européenne avait lancé la "stratégie de Lisbonne" dont l'objectif était de faire de l'Europe "l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde d'ici à 2010, capable d'une croissance économique durable accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi". Il faut toujours se méfier de ces grands programmes étatiques, mais au moins y avait-il une volonté. Une telle proclamation ferait sourire aujourd'hui. Quelle est l'ambition des jeunes diplômés aujourd'hui ? Pour ceux de la France et des pays du sud, partir à l'étranger, ou devenir fonctionnaire.

L'absence de croissance en Europe ressemble à une démission, une démission face au poids de l'Etat qui semble impossible à faire diminuer, une démission face aux politiques monétaires laxistes, une démission face aux enjeux de la mondialisation et à la concurrence internationale que peu de pays affrontent sérieusement. Dans un tel contexte, la croissance zéro constitue notre horizon.

France : les déficits publics deviennent hors de contrôle

Le 13 juin 2013

La France est en train de perdre pied, elle vient de basculer de l'autre côté de la courbe de Laffer : les augmentations d'impôts non seulement ne rapportent rien, mais on constate même une baisse des rentrées fiscales. L'économiste américain Arthur Laffer (né en 1940) est devenu célèbre pour avoir modélisé ce phénomène : lorsque les impôts et les taxes sont déjà élevés, leur augmentation conduit à une baisse des recettes fiscales parce que les agents économiques surtaxés sont incités à moins travailler (ou à augmenter leur recours au travail au noir). Illustration concrète, les 30 milliards de taxes et impôts votés par le gouvernement de François Hollande n'ont servi à rien, on n'en voit pas trace ! Si l'impôt sur le revenu progresse un peu, les recettes de TVA baissent, de même les taxes sur l'essence et l'impôt sur les sociétés. Au final les recettes fiscales s'affichent en retrait par rapport à l'année précédente.

Le pire c'est que le ministère des finances ne s'explique pas cette déconvenue car selon ses calculs la stagnation de l'économie ne suffit pas à expliquer cette baisse des rentrées fiscales : sur les quatre premiers mois de 2013, les recettes de TVA reculent de 2,3% par rapport à la même période de l'année dernière alors que, selon lui, la consommation a stagné. On en déduira plutôt que les modèles économiques utilisés ne sont pas au point et que la récession s'avère plus forte que prévue. La consommation, le dernier moteur de l'économie française (largement alimenté par la dette publique), recule certainement plus que ne le mesurent les statistiques officielles.

Ces chiffres sont inquiétants. Rappelons-nous que lors du déclenchement de la crise de la dette en Grèce chacun moquait l'inefficacité des services fiscaux grecs, "ce n'est pas en France qu'on verrait ça !" entendait-on et, effectivement, le fisc français est réputé pour sa capacité à lever l'impôt, et cela constitue l'un des points forts du pays pour les investisseurs internationaux. Cet atout vient de tomber.

Peut-on seulement espérer que cela produise un électrochoc et amène le gouvernement à mettre en place des réformes structurelles ? Même pas, la classe politique française, à gauche comme à droite, est droguée à la dépense publique. On peut même craindre de nouvelles augmentations d'impôts !

La conséquence de ce dérapage est claire : la France ne tiendra pas son objectif de déficit public à la fin de l'année. Pire, le déséquilibre du budget de l'Etat augmentera par

rapport à 2012. Les marchés ne vont pas aimer, et la dette française risque de perdre son statut d'investissement privilégié qu'il possède encore.

Le changement risque d'être brutal car la France fait figure de pays charnière entre l'Europe du Nord, vertueuse, et celle du Sud, plus laxiste. Jusqu'ici la fiction, entretenue par les gouvernements et acceptée par les marchés, plaçait la France du bon côté. Un dérapage massif des comptes publics, comme il semble se préparer, va ramener sur terre ceux qui se faisaient des illusions. C'est toute la zone euro qui tremblera alors.

Les banques françaises présentent le plus important risque systémique en Europe !

Le 20 juin 2013

Après des déficits publics à la dérive, dont nous avons parlé la semaine dernière, la France doit aussi s'inquiéter pour son secteur bancaire. En effet, selon Euromoney, d'après une étude du Center for Risk Management de Lausanne, les banques françaises présentent le plus important risque systémique en Europe !

Pour évaluer ce risque systémique, l'institut de Lausanne a mesuré le besoin en capital dont a besoin une banque s'il survient une crise financière mondiale. Cette crise est définie par une chute de 40% des indices boursiers mondiaux sur un semestre. Et c'est le Crédit Agricole qui arrive en première position, avec 86 milliards d'euros, suivi de la Deutsche Bank (82 milliards d'euros), Barclays (71 milliards d'euros), BNP Paribas (68 milliards d'euros). La Société Générale arrive en 6^e position, Natixis et l'assureur AXA en 13^e et 14^e position. Et encore Dexia est-elle considérée comme une banque belge alors qu'en réalité la France intervient en garantie à hauteur de 45,5%. Au total, c'est 271 milliards d'euros qu'il faudrait apporter aux banques françaises dans une telle situation ! Viennent ensuite le Royaume-Uni (206 milliards d'euros), l'Allemagne (135 milliards d'euros), l'Italie (90 milliards d'euros).

Cette inquiétante première position s'explique notamment par l'effet de levier qui est en France le plus élevé d'Europe selon le Center for Risk Management de Lausanne avec un chiffre de 31 (donc 31 euros d'engagements pour 1 euro de cash)... On trouve ensuite les Pays-Bas (29), l'Italie (27), l'Allemagne (25). Les bons élèves sont le Royaume-Uni (16), la Suisse (14), la Suède (10).

Ce risque systémique élevé s'explique également par la forte concentration du secteur puisque trois banques monopolisent l'essentiel de l'activité : le Crédit Agricole (qui a racheté le Crédit Lyonnais en 2002), BNP Paribas (né de la fusion de la BNP et de Paribas en 2000, et qui a racheté Fortis en 2009) et la Société Générale. L'édifice est d'autant plus fragile. On signale juste au passage que le total du bilan de BNP Paribas est égal au PIB de la France. Nous avons ainsi trois mastodontes que l'Etat est condamné à aider quoi qu'il arrive : les banques françaises ont parfaitement théorisé et appliqué le "too big to fail" !

Ceci dit cette fragilité est celle de l'ensemble des banques européennes, la France est la plus concernée mais les autres pays ne sont pas à l'abri. D'ailleurs le fait que les bilans bancaires soient si dépendants des places boursières traduit un dérèglement de la finance, une dérive des banques vers la finance de marché (plus rémunératrice mais plus risquée, justement) au détriment de leur activité de base, le crédit (moins rémunérateur mais plus stable).

Surtout, l'hypothèse de l'étude, on le rappelle une chute de 40% des marchés boursiers mondiaux en l'espace de six mois, n'a absolument rien d'improbable, au contraire. Avec les planches à billets qui tournent à plein régime aux Etats-Unis, au Japon et dans une moindre mesure en Europe, chacun comprend que les indices boursiers sont artificiellement dopés. La question n'est même pas de savoir si une telle chute des cours peut arriver mais quand. A ce moment-là le risque systémique ne sera plus un objet d'étude mais une réalité très concrète.

Craquements en Chine

Le 27 juin 2013

Il se passe des choses inquiétantes en Chine. Le marché interbancaire a connu deux accès de panique, le 7 juin et la semaine dernière, aussitôt éteints par des injections monétaires de la banque centrale, la Banque populaire de Chine, mais les tensions demeurent. Deux grandes banques commerciales (ICBC et Bank of China) ont vu leurs services online stoppés pendant plusieurs heures, les rumeurs circulent comme jamais, on parle de plus en plus d'une crise bancaire...

En fait la Chine cherche à sortir d'une gigantesque bulle de crédit : selon Fitch, sur ces cinq dernières années, le ratio du crédit par rapport au PIB est passé de 75% à 200%, une progression sans précédent sur la planète. Pour répondre à la crise de 2008 et éviter un effondrement de la production, les autorités chinoises ont en effet vigoureusement relancé le crédit bancaire pour soutenir la construction immobilière et les infrastructures. Où cela a-t-il mené ? A beaucoup d'investissements improductifs (des quartiers ou des villes entières sont vides d'habitant, comme en Espagne). Résultat la croissance baisse, et il faut rembourser !

Le crédit a d'autant plus dérapé qu'un marché officieux s'est mis en place : les grandes entreprises, qui ont un accès facile au crédit, empruntent non pour investir mais pour prêter à leur tour à des entreprises plus petites. Une fuite en avant dangereuse, et un comportement typique d'une bulle.

La Banque populaire de Chine veut arrêter cette course sans fin, et bien sûr d'inquiétants craquements se font entendre. Il faut à la fois restreindre le crédit et assainir le système bancaire, tout en évitant l'explosion de la bulle immobilière, vaste chantier ! Si dans le même temps le pays achète de grandes quantités d'or, comme nous l'avons expliqué récemment, il est peu probable que ce comportement vertueux suffise à faire face à la montagne de dette existante.

La Chine est confrontée au même problème que le Japon, les Etats-Unis, l'Europe, c'est-à-dire sortir des politiques monétaires laxistes, qui ont prouvé leur inefficacité (pas de relance de l'activité), tout en évitant un krach. Est-ce possible ? On peut en douter étant donné la masse de dette accumulée, les nombreuses bulles, les bilans bancaires dégradés, et la quantité de mauvais investissements. Partout dans le monde, les marchés boursiers tremblent à la simple évocation d'un possible ralentissement du rythme de la planche à billets, ils sont devenus complètement dépendants des injections de liquidité des banques centrales, au détriment de toute analyse des facteurs réels.

Mais concernant la Chine se rajoute le problème du manque de transparence, de l'étroit contrôle de l'information par le pouvoir, d'une comptabilité publique très peu fiable, de relations consanguines entre les grandes entreprises et le pouvoir, et d'un taux de croissance du PIB qui relève plus de la propagande que d'une mesure objective. On n'y voit rien. On ne perçoit que des symptômes, comme ces crises de liquidité sur le marché

interbancaire. L'Etat contrôle tout, ce qui lui laisse plus de possibilité de manipulation, mais le jour où il lâchera prise, il faudra s'attendre à de sacrées secousses.

Un Draghi-gate en perspective ?

Le 4 juillet 2013

Comme c'est bizarre, les médias ne se sont pas étendus sur cette affaire pourtant stupéfiante, et les journaux télévisés l'ont carrément passée sous silence. Il faut dire qu'elle met en cause l'un des hommes les plus puissants d'Europe, Mario Draghi, le directeur de la Banque centrale européenne.

La *Repubblica* et le *Financial Times* ont en effet révélé la semaine dernière un rapport du Trésor italien avouant qu'il avait eu recours à des produits dérivés risqués pour faire entrer discrètement de l'argent de façon à qualifier l'Italie pour la zone euro. Selon le journal italien, ces instruments seraient des "Off-Market Swaps" qui prévoient un paiement en cash de banques italiennes et étrangères au Trésor italien, en échange de versements à un taux variable basé sur les taux du marché.

Comme la Grèce, l'Italie a triché pour entrer dans la zone euro. Il est vrai que l'Italie était passée d'un déficit public de 7% du PIB en 1996 à 2,7 l'année suivante, une amélioration stupéfiante qui n'avait pas manqué d'étonner... Ces swaps étant hors bilan, ils étaient indétectables, et le tour était joué. Mais ce montage habile avait minoré le risque et le rapport annonce une perte latente de 8 milliards d'euros, sur un encours notionnel total de 31,7 milliards d'euros. Et justement, qui dirigeait le Trésor italien à cette époque ? Mario Draghi (de 1991 à 2001 précisément) ! C'est donc lui qui a directement mis en place cette manipulation.

On connaît son parcours ensuite, entre 2002 et 2005, il va faire un tour chez Goldman Sachs (qui s'était chargé de faire la même opération en Grèce, ce qu'il ne pouvait ignorer), puis il dirige la Banque d'Italie de 2006 à 2011, avant de prendre la tête de la BCE en 2011.

Lors de son audition devant les parlementaires européens le 14 juin 2011, Mario Draghi avait été interrogé sur son passage à Goldman Sachs mais avait nié connaître le maquillage des comptes publics opéré par la banque en Grèce, ce qui n'avait pas convaincu grand monde. Si cette affaire avait été connue à l'époque, il ne fait aucun doute qu'elle aurait, fort justement, bloqué sa nomination à la présidence de la BCE.

Les dirigeants d'Enron ont fini en prison pour avoir maquillé les comptes de leur entreprise, mais on cherche en vain un responsable public puni pour la même faute (pour corruption oui, mais c'est autre chose). Les comptes publics semblent au-dessus des lois, c'est bien le problème, et cela explique aussi en partie le poids des déficits publics et de la dette.

Cette affaire est extrêmement grave, et elle intervient à un moment où l'on parle de supervision des banques européennes par la BCE, ce qui présente un conflit d'intérêt inacceptable (la BCE juge et partie, elle finance les banques et est chargée de les contrôler), surtout s'il est mis entre les mains d'une personne habituée aux manipulations. La pression sur Mario Draghi ne devrait pas manquer de s'accroître. D'ailleurs qu'est ce qui nous garantit qu'il ne se livre pas actuellement à de pareilles manœuvres ? Rien. En tout cas, ceux qui ne l'aiment pas (essentiellement Berlin) ont un prétexte tout trouvé pour le mettre dehors.

Cours de l'or, le scénario 1976

Le 11 juillet 2013

L'économiste et entrepreneur Peter Schiff est un adepte de l'école autrichienne, et il avait prévu la crise des subprimes. Deux bonnes raisons de l'écouter. Selon lui, la baisse actuelle du cours de l'or rappelle sacrément celle de 1976, qui n'avait été que temporaire. En effet, après la suspension de la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971 par le président américain Richard Nixon, le cours de l'or n'a cessé de progresser pour passer de 35 dollars l'once à près de 200 dollars fin 1974. Dans un contexte inflationniste (11% en 1974), l'or remplit parfaitement son rôle de protection contre la hausse des prix. Mais la Fed réagit en montant ses taux et parvient à ramener l'inflation à 5% en 1976. L'or baisse à presque 100 dollars l'once. L'optimisme domine cette année 1976, le premier choc pétrolier est passé et la reprise semble pour bientôt. On sait qu'il n'en sera rien, que la crise était bien plus profonde qu'une simple hausse du baril de pétrole, et qu'il faudra attendre les politiques de libéralisation (du transport aérien, des télécoms, etc.) de Ronald Reagan pour qu'une véritable croissance revienne. Entretemps l'or aura repris sa hausse, de 1977 à 1980 (avec un pic cette dernière année).

Nous sommes un peu dans le même contexte aujourd'hui avec une "reprise" qui nous est vendue à grand renfort de publicité par les grands médias, les conseillers financiers et les dirigeants politiques. Le président français François Hollande annonce que "la crise est dernière nous", il a du faire demi-tour sans s'en rendre compte. Aux Etats-Unis la croissance du PIB au premier trimestre a été révisée à la baisse, de 2,4 à 1,8% seulement. Désolé mais 1,8% ce n'est pas une reprise. Cependant beaucoup de gens y croient et cela pèse sur le cours de l'or. Il s'y rajoute, on le sait, des manipulations autour de ventes massives d'or papier (certainement à l'initiative des banques centrales), alors que les ventes d'or physique se portent au mieux, mais ce contexte faussement positif joue également.

"La déroute du cours de l'or en dit long sur la confiance des consommateurs dans la reprise mondiale" écrivait le New York Times le 29 août... 1976. D'autres écrivent la même chose aujourd'hui. Méfiance. Nous ne sommes, comme en 1976, que dans une rémission, achetée à coup de planches à billets géantes des banques centrales des Etats-Unis, du Japon et d'Europe. Il n'y a certes pas d'inflation, mais on constate des bulles d'actifs (obligations souveraines, matières premières), ce qui revient à peu près au même (on parle "d'inflation d'actif"). La crise est mise temporairement en sourdine mais les dettes publiques ne cessent d'enfler, les bilans bancaires demeurent dégradés, le tout sur fond de croissance zéro. La reprise ne viendra pas, et la crise que nous traversons est bien plus grave aujourd'hui que celle des années 70.

L'investisseur ne doit pas se laisser berner, il doit exercer en permanence son esprit critique et aller au-delà des mouvements d'opinion vendus par les grands médias. Et ce n'est vraiment, mais vraiment pas le moment de vendre son or.

Un nouveau danger pour les banques : la remontée des taux

Le 18 juillet 2013

Les banques du Japon, de la zone euro et des Etats-Unis détiennent d'importants portefeuilles d'obligations souveraines. Cet encours représente 20% du PIB au Japon, 18% en zone euro, 12% aux Etats-Unis. Pourtant il n'est aucunement dans les missions des banques d'acquiescer des obligations souveraines, alors pourquoi le font-elles ? Essentiellement parce que ça arrange les Etats. Ils doivent financer leur déficit, il leur

faut donc trouver des acheteurs, si possible locaux, que l'on connaît et sur lesquels on peut exercer une certaine influence.

Comment ? Par exemple, les normes prudentielles négociées à Bâle stipulent que lorsqu'une banque fait un prêt à une entreprise, elle doit garder des liquidités en sécurité. Par contre elle n'a aucunement besoin de geler du cash si elle achète une obligation souveraine d'un grand pays bien noté ! Donc si ce placement rapporte autant que le crédit à l'économie, pourquoi se fatiguer ? D'une façon générale, les grands Etats endettés ont développé des relations que l'on peut qualifier d'incestueuses avec leurs grandes banques. Beaucoup ont été sauvées de la faillite lors de la crise de 2008, depuis les Etats les convainquent facilement de participer au renflouement de leurs comptes...

On est ici en plein dans un mécanisme autoentretenu en circuit fermé, autrement dit bullaire. La bulle obligataire n'est pas une vue de l'esprit. Tout pourrait continuer longtemps de cette manière si les taux ne se mettaient pas à remonter. Or précisément, on assiste depuis avril 2013 à une hausse généralisée des taux, pas seulement dans les pays en difficulté mais aussi en Allemagne ou aux Etats-Unis. Les raisons de cette remontée sont multiples, les politiques monétaires expansionnistes finissent par générer des anticipations de hausse de l'inflation, la persistance de la crise augmente la prime de risque, la "reprise" annoncée mais qui n'arrive pas contribuant à ce climat délétère. Et, on le sait, une remontée des taux fait baisser la valeur du portefeuille obligataire, ce qui se traduit par des moins values en capital qui réduisent les fonds propres des banques.

La banque Natixis a calculé ce que cela impliquerait sur le bilan des banques. Une hausse de 1 point des taux d'intérêt à long terme, en supposant que tous les portefeuilles obligataires sont valorisés à la valeur de marché, réduirait les fonds propres des banques de :

14% dans la zone euro

16% aux Etats-Unis

160% au Japon

Pour le Japon ce n'est pas une faute de frappe, ce résultat est dû à la taille de leur portefeuille conjugué à la faiblesse de leurs fonds propres. La situation est donc intenable pour le Japon et maîtrisable aux Etats-Unis et dans la zone euro mais seulement en cas de légère remontée des taux. Le bon du Trésor américain à dix ans était à 2% avant la récente remontée des taux, mais rappelons-nous qu'il était à 6% en 2000 et à 8% en 1990, voici des ordres de grandeur à garder à l'esprit. Quoi qu'il en soit, le coût en fonds propres sera sévère si les taux remontent, et ces fonds propres servent à couvrir bien d'autres risques...

Libor, Euribor, ISDAfix, prix de l'énergie, cours de l'or, etc. Et si TOUS les prix étaient manipulés ?

Le 25 juillet 2013

On connaît le scandale de la manipulation du Libor, qui se décline sur les taux apparentés comme l'Euribor. Plus récemment c'est l'ISDAfix, le taux de référence des produits dérivés de taux, qui a fait l'actualité pour les mêmes raisons, c'est à dire une entente des grandes banques pour en manipuler le niveau. Dernièrement on apprenait que JP Morgan et Barclays étaient accusés de manipuler les prix de l'énergie. Depuis plusieurs mois le cours de l'or baisse, mais surtout sous l'effet de "l'or papier" alors que les ventes d'or physique augmentent, plutôt bizarre non ? Quand cette liste s'arrêtera-t-elle ?

Mais posons-nous la question à l'envers : existe-t-il de "vrais" prix aujourd'hui et sur quels marchés ? La réponse risque de s'avérer très décevante, à savoir à peu près nulle part. En effet, comme le fait remarquer Ron Paul, l'homme politique américain et économiste adepte de l'Ecole autrichienne, la manipulation des taux d'intérêt par la banque centrale déforme l'ensemble des prix, exactement comme le fait un contrôle des prix d'un Etat centralisateur. La différence tient au fait que dans le second cas il faut des bataillons de fonctionnaires pour contrôler les prix pratiqués chez les commerçants, alors que dans le premier la décision du président de la banque centrale suffit.

Car on le sait, le taux d'intérêt à court terme est fixé par la banque centrale, et ceux à moyen et long terme sont fortement influencés par elle. Les 45 milliards par mois que consacre la Fed avec son Quantitative easing pour racheter les obligations du Trésor (le solde, 40, servant à acquérir des MBS) contribue à les rendre moins élevés qu'ils ne le seraient, et c'est d'ailleurs l'objectif affiché par Bernanke.

Et le taux d'intérêt c'est le prix du temps, c'est à dire qu'il intervient quasiment partout à un moment ou à un autre dans les processus économique, de production, de consommation et d'épargne. Résultat : tous les prix sont biaisés d'une façon ou d'une autre. Le coût de votre crédit, le prix de votre smartphone, de votre voiture, des légumes que vous achetez, la valeur de votre patrimoine, tout est plus ou moins biaisé. En conséquence toutes les décisions des acteurs économiques, les entreprises comme les ménages, sont plus ou moins faussées. La bulle immobilière des années 2000-2007 aux Etats-Unis provenait en grande partie de la baisse des taux initiée en 2001 par Greenspan (sous le prétexte d'éviter les effets récessifs de l'éclatement de la bulle Internet en 2000 et des attentats du 11 septembre 2001). On connaît le résultat, mais la réponse des banques centrales a été : encore plus de taux bas !

Alors justement, ne faudrait-il pas tenter un procès à la Fed, qui en l'occurrence ne fait pas mieux que les banques qui manipulent le Libor ou le prix de l'énergie ? Trêve de plaisanterie, les banques centrales font cela "pour notre bien", nous voilà rassurés !

"Forward guidance", un aspect supplémentaire de la dérive des banques centrales

Le 1^{er} août 2013

"Forward guidance", voici le nouveau terme à la mode chez les banques centrales. Il s'agit de rassurer le marché plusieurs années à l'avance, de façon à ce qu'il forme les "bonnes" anticipations. Le premier à l'avoir théorisé et mis en oeuvre fut Ben Bernanke, qui a annoncé le 13 septembre 2012 que la Fed ne relèvera pas ses taux avant l'année 2015. Mario Draghi lui a récemment emboité le pas, alors que jusqu'ici la BCE se refusait à s'engager au delà de quelques mois.

Les marchés ont donc l'assurance que les taux resteront bas, sauf en cas de véritable reprise de l'économie, ce que personne ne pense sérieusement. Parfait, les banques vont continuer à bénéficier d'argent gratuit auprès de leur banque centrale, la fête continue, les marchés boursiers sont satisfaits.

Mais après tout, n'est-ce pas un changement cosmétique ? Pas Vraiment, regardons de plus près. Car cela veut dire que les banques centrales soumettent leurs décisions à l'état des marchés, autrement dit qu'elles perdent l'initiative, leur capacité à créer la surprise. Un vrai changement car jusqu'alors elles étaient très fières de ce pouvoir, à cet effet rappelons-nous d'Alan Greenspan et de son côté showman (symbolisé par cette phrase :

"si vous avez compris tout ce que je viens de dire, c'est que je me suis mal exprimé"). On en est loin désormais.

Plus fondamentalement, la "forward guidance" traduit une crainte, presque une peur panique des banques centrales : la remontée des taux longs. Ses effets seraient dévastateurs sur les bilans des banques et des assurances, ainsi que sur le financement des déficits publics. Déjà depuis quelques mois ils remontent, modérément pour l'instant, aux Etats-Unis et en Europe, Allemagne comprise. Une poursuite de cette hausse serait vite dangereuse. Les banques centrales peuvent agir sur le taux court, celui auquel elles refinancent les banques, et en maintenant celui-ci à zéro et en affirmant, en l'occurrence, vouloir continuer à le faire pour les prochaines années, elles cherchent à peser à la baisse sur les taux longs. Mais même si cette influence est réelle, elle s'avère limitée, et pèserait bien peu face au risque inflationniste ou à une montée générale des risques.

Cette nouvelle politique des banques centrales montrent qu'elles sont engagées dans une fuite en avant et qu'elles ne savent pas comment s'en sortir. La planche à billets et les taux bas ne ramènent pas la croissance, ils ne résolvent pas les problèmes de dette publique, n'améliorent qu'à la marge les bilans bancaires, et surtout créent des bulles encore plus dangereuses que celle des subprimes de 2008. Dans ce contexte, la "forward guidance" n'est qu'un expédient de plus, mais qui encore une fois ne règle rien sur le fond.

Schizophrénie

Le 8 août 2013

La situation économique a rarement été aussi schizophrénique : lorsqu'on lit la presse 'mainstream', par exemple le premier quotidien économique français, *Les Echos*, du lundi 5 août, on apprend que l'or "fera les frais d'un redémarrage économique plus net qu'attendu", et que la remontée des taux qui suivra logiquement cette reprise maintiendra le cours du métal précieux sous pression.

Vous avez bien lu, il y aurait donc un "redémarrage économique plus net qu'attendu" ! Sur quelle planète vivent les gens qui écrivent cela ? Les grands médias et les dirigeants politiques nous vendent la reprise, ça c'est sûr, mais qu'en est-il réellement ? On rappelle juste qu'aux Etats-Unis la croissance du PIB au premier trimestre a été révisée à la baisse, de 2,4% à 1,8% seulement, et 1,8% ce n'est pas une reprise. Surtout que cette faible croissance est achetée au prix d'un Quantitative easing massif de la Fed, on le rappelle de 85 milliards de dollars par mois. Tout ça pour ça ! 85 milliards de dollars créés ex nihilo et injectés dans l'économie, pour obtenir un malheureux 1,8% de croissance !

Mais le taux de chômage baisse aux Etats-Unis nous explique-t-on. Lorsque l'on regarde dans le détail, on constate que les emplois créés sont surtout des temps partiels dans les services à faible valeur ajoutée, hum... qu'est-ce que cela veut dire ? C'est l'effet Obamacare ! Les entreprises qui ont plus de 50 salariés à plus de 30 heures par semaine doivent leur payer la couverture santé qu'a fait passer le président Barack Obama. Trop coûteux, trop compliqué. Résultat, les salariés sont licenciés et réembauchés à moins de 30 heures, avec quelques nouvelles embauches pour compenser. Et c'est ainsi que l'on assiste à une envolée des postes de barmans, de caissières, etc. Par contre, du côté des emplois qualifiés à temps plein, des cadres, des emplois manufacturés, c'est le calme plat. Alors, elle est où cette reprise ?

En Europe la croissance est globalement à zéro. L'Italie vient de connaître son 8^e trimestre consécutif de récession ! Et ne parlons pas de la Grèce, Chypre, l'Espagne et le

Portugal. Même l'Allemagne ralentit, et la France se maintient sur le fil à zéro de croissance. Mais tous les chefs d'Etat ou de gouvernement parlent de reprise : il faut les comprendre, ils sont en permanence en campagne électorale, il faut donc annoncer des lendemains qui chantent.

Alors non il n'y a pas de reprise, mais comme les médias font bien leur travail, comme les gouvernements le répètent inlassablement, et comme on préfère croire aux bonnes nouvelles plutôt qu'aux mauvaises, au final une importante proportion de personnes croient au redémarrage de l'activité. En conséquence la bourse continue de progresser, et l'or d'être en petite forme.

Une telle schizophrénie n'est pas bien sûr tenable et le réveil sera douloureux. Les plus lucides, qui détiennent notamment de l'or, s'en tireront, mais ceux qui ont fait preuve de naïveté risquent de le payer très cher.

"Grande rotation" : le piège

Le 15 août 2013

La "grande rotation" est une idée à la mode depuis le début de l'année, c'est le grand mouvement de fond auquel on devrait assister sur les marchés : le déplacement des investisseurs des obligations vers les actions.

Pour comprendre ce mouvement il faut remonter à quelques années : les actions ont connu deux krachs majeurs, en 2000 (surtout les valeurs technologiques) et en 2008 (à l'occasion de la crise des subprimes). Dans le même temps le compartiment des obligations souveraines des grands pays (USA, Allemagne, UK, pays émergents) se portait bien, et la baisse régulière des taux assurait des gains significatifs à leurs détenteurs. Conséquence, les obligations sont surpondérées par rapport aux actions dans les portefeuilles des investisseurs.

Maintenant que les taux d'intérêt ont atteint un plancher, et commencent même à remonter, et que l'économie semble repartir, si l'on en croit les déclarations des dirigeants des Etats-Unis et d'Europe, il devrait s'amorcer un mouvement de rééquilibrage en faveur des actions, une sortie progressive des capitaux des obligations vers les entreprises cotées, soutenant ainsi leur croissance retrouvée, le tout sur fond de réduction du déficit budgétaire et donc de moindre sollicitation du compartiment obligataire... Voici en tout cas le rêve éveillé des autorités monétaires et des chefs d'Etat et de gouvernement.

Qu'en est-il réellement ? Il n'y a nulle reprise à l'horizon, nous l'avons déjà dit ici, l'Europe est en stagnation et les Etats-Unis demeurent sous les 2% de croissance annuelle malgré un déficit budgétaire abyssal et un Quantitative easing de 85 milliards de dollars par mois. Pourtant il semble que la "grande rotation" commence à s'engager !

Selon *Thomson Reuters Lipper*, les investisseurs ont retiré 3,27 milliards de dollars des fonds investis en obligations du Trésor américain lors des sept premiers jours d'août, il s'agit du montant le plus élevé jamais constaté par le cabinet d'études depuis 1992. Dans le même temps 6,28 milliards de dollars ont afflué en une semaine dans les portefeuilles des gérants actions américains. Ce mouvement se voit aussi en Europe et il profite même aux pays du Sud, au point que les indices des bourses de Milan et de Madrid affichent une progression mensuelle de 8% chacune, 3 points de mieux que Londres ou Paris, et 6 points de plus que le S&P 500 ! On rappelle pourtant que ces deux pays sont en récession !

La "grande rotation" semble donc s'amorcer, mais pour de mauvaises raisons : un éloignement des obligations suite à une remontée des taux, et un retour sur les actions sur la foi d'une reprise largement illusoire, et la croyance que la crise de la zone euro est terminée... Les déceptions risquent d'être cruelles quand les espoirs de redécollage économique s'évanouiront définitivement, et que chacun se rendra compte qu'il a surpayé ses actions. Par exemple le fonds souverain norvégien a indiqué que les actions représentent fin juin 63,4% de ses investissements totaux, un niveau record, et que sa part en obligations est tombée à 35,7%. Une prise de risque que l'on pourrait qualifier d'exorbitante.

Alors à quand une "grande rotation" vers l'or, ou d'une façon plus générale vers les actifs réels, ce qui serait tout de même plus raisonnable ? Il va certainement falloir attendre un autre krach pour que les financiers comprennent...

Pays émergents : fin de partie ?

Le 22 août 2013

Nous avons parlé de la "grande rotation" la semaine dernière, c'est-à-dire le déplacement des investisseurs des obligations vers les actions. Un autre mouvement de fond semble se produire concomitamment : le retrait des capitaux des marchés émergents et leur retour vers les pays développés. Selon Morgan Stanley, 760 millions de dollars ont ainsi fui les fonds investis en actifs émergents lors de la semaine du 14 août, dont 590 millions rien que pour les fonds asiatiques, actions et dette confondues, il s'agit de la troisième semaine de repli consécutive.

Le vent est-il en train de tourner concernant les pays émergents ? Il est vrai que les mauvaises nouvelles s'accumulent : la croissance s'affiche en baisse en Chine, en Inde, en Indonésie ou en Thaïlande, l'inflation fait son retour en Argentine et au Brésil. Plus grave, la crédibilité des statistiques économiques nationales est parfois mise en doute comme en Chine. De plus en plus d'experts dénoncent l'écart grandissant entre le PIB affiché par le pouvoir à Pékin et des chiffres plus concrets comme la consommation d'électricité ou le fret ferroviaire...

Ceci met en lumière un problème de fond des pays émergents. Lorsqu'un pays part de très bas, qu'il abandonne l'économie planifiée très en vogue encore jusque dans les années 80, qu'il libéralise la production et le commerce, très clairement la croissance est au rendez-vous. Mais après ? Pour que l'économie continue de grandir il faut démanteler les grands monopoles d'Etat, éviter que la corruption ne soit endémique, faire en sorte que le droit des contrats et le droit de propriété soient reconnus, et malheureusement ce n'est souvent pas le cas. Et la "sanction" se traduit par une croissance qui se met à plafonner.

En Inde, comme dans de nombreux autres pays, le cadastre se révèle très incomplet. On estime que 80% des affaires de justice (et 10% des meurtres !) concernent des problèmes fonciers. Comment imaginer que l'agriculture puisse réellement se développer dans ces conditions ? Face à ses difficultés économiques, New Delhi réagit de la plus mauvaise des façons, à savoir en recourant aux méthodes coercitives comme le contrôle des changes (les particuliers ne pourront plus sortir que 75.000 dollars par an au lieu de 200.000 précédemment). Comment s'étonner ensuite que les investisseurs étrangers quittent le pays ! L'Argentine et d'autres pays ont resserré leur contrôle des changes (et Chypre, pourtant dans la zone euro rappelons-le). En Inde toujours, l'or constitue on le sait l'un des principaux placements, notamment pour les plus pauvres qui n'ont pas accès au système bancaire : le pouvoir vient pourtant de décider de relever de 10% les taxes à

l'importation du métal précieux ! La note à payer, en termes de ralentissement économique, excédera largement le rendement de cette taxe, soyons-en sûr.

Alors oui les nouvelles sont mauvaises, elles traduisent l'essoufflement d'un modèle de développement et, ce qui est plus grave, l'incapacité à passer à une étape supérieure, celle qui permettrait une croissance plus "intensive".

Les capitaux américains et européens semblent donc vouloir se rapatrier sur leurs terres d'origine. Mais pour aller où ? Essentiellement sur les marchés actions qui sont surévalués et tenus à bout de bars par les banques centrales. Les désillusions risquent d'être sévères, mais cela est une autre histoire.

Goldman Sachs est au-dessus des lois !

Le 29 août 2013

Maintenant c'est clair, et on en a la preuve, même si on s'en doutait : Goldman Sachs est au-dessus des lois. Le 20 août, la prestigieuse banque d'affaires connaît un gros bug informatique : elle émet des ordres erronés en grande quantité sur les marchés américains des options sur actions ainsi que celui de certains fonds indiciels cotés. Ces marchés sont temporairement déstabilisés, c'est dire l'ampleur de la maladresse.

Une pareille mésaventure s'était produite l'été dernier pour une entreprise de services financiers peu connue, Knight Capital. De la même façon, des ordres électroniques erronés avaient été envoyés en rafale sur le marché. La perte s'était élevée à 476 millions de dollars, signant l'arrêt de mort de la société, elle a ensuite été absorbée par un concurrent.

Pour Goldman Sachs les pertes potentielles se chiffrent également en centaines de millions de dollars. Pas de quoi mettre la banque par terre bien sûr, mais cela fait tout de même mauvais genre. Alors pourquoi ne pas essayer de s'arranger avec l'organisme de contrôle du marché pour annuler les ordres ? Et le pire c'est que ça marche ! Le régulateur accepte d'effacer ces ordres et ainsi de réduire considérablement les pertes occasionnées par cette bétise. Mais en face des dizaines de courtiers s'étaient positionnés comme contrepartie et espéraient toucher le pactole, ils voient malheureusement s'évanouir ces gains. Pire, une fois les ordres de Goldman Sachs annulés, leurs propres ordres deviennent irrationnels, et ils encaisseront même des pertes !

Nous ne sommes plus ici sur un marché libre, c'est la loi du plus fort qui l'emporte. Le fait que "The Firm" soit impliquée dans divers scandales de manipulation de cours des matières premières et de l'énergie aurait du jouer contre elle. Même pas, c'est dire sa puissance. C'est dire, d'une façon plus générale, le pouvoir acquis par les grandes banques "too big too fail".

Y a-t-il eu négociation, au sens de rapport de force, entre la banque d'affaires et le régulateur d'ailleurs ? Ne pourrait-on pas imaginer un échange de bons procédés, au hasard : tu continues de peser à la baisse sur le cours de l'or et je te file un coup de main. Autre exemple purement aléatoire : tes algorithmes poussent dans les dernières minutes l'indice de la bourse en territoire positif, et je te revaudrai ça. Le nombre de séances consécutives orientées à la hausse atteint des chiffres que l'on ne connaissait pas il y a quelques années. Personne ne parle de manipulation des cours, mais les régulateurs boursiers y ont-ils intérêt ? Non bien sûr. Ils en profitent même puisque cela attire de nouveaux investisseurs.

D'ailleurs remarquons que les plaintes concernant la manipulation des cours émanent rarement des régulateurs pourtant chargés de surveiller le bon fonctionnement des marchés, mais plutôt d'investisseurs ou d'opérateurs floués. Concernant l'aluminium, une plainte en nom collectif a été déposée le 1er août contre Goldman Sachs ET la bourse londonienne LME, accusés d'entente afin de gonfler artificiellement son prix.

Après tout les bourses sont des entreprises comme les autres, elles ont toutes été privatisées à l'occasion de la libéralisation financière des années 80 et 90 ; ce qui n'était pas forcément une bonne idée. Le résultat on le voit maintenant à l'occasion de cette affaire où les suspicions apparaissent concernant une entente entre les marchés et les plus grandes banques. La banque centrale n'étant pas loin derrière, soyons en certains... Il ne s'agit pas de céder à la théorie du complot, mais d'analyser les faits, et l'inquiétude que l'on peut avoir sur le bon fonctionnement des marchés est réelle.

L'or retrouve tranquillement son éclat

Le 5 septembre 2013

Quelle bande de sacrés farceurs chez Goldman Sachs ! Au mois d'avril, la banque d'affaires conseillait à ses clients de vendre leur or et elle prévoyait une baisse importante de son cours. Effectivement, dans les semaines qui suivirent, le cours de l'once d'or reculait. Ceux qui avaient suivi ses conseils étaient alors persuadés d'avoir réalisé une bonne opération.

Cependant le cours de l'or semble avoir touché un plus bas fin juin à 1200 dollars l'once, et il remonte régulièrement depuis, pour atteindre les 1400 dollars actuellement. Les inquiétudes croissantes sur la plupart des marchés (émergents, obligataires, actions), sans même parler de la Syrie, constituent bien sûr un contexte favorable. Et comme les planches à billets des banques centrales continuent à tourner de par le monde (la Fed ne sait pas comment sortir de son QE), on peut être très confiant à moyen et à long terme.

Ceux qui ont vendu juste après l'avis émis par Goldman Sachs doivent maintenant se dire qu'ils ont agi un peu trop rapidement. Effectivement. Mais le pire c'est que, selon *Zero Hedge*, la banque s'est mise, au même moment, à acheter de l'or ! A partir du mois d'avril, "The Firm" a ramassé quantité d'ETF-or pour en devenir le 7^e plus grand détenteur au monde. Elle se met ainsi en position de largement profiter de la hausse future.

Il est vrai que ces pauvres clients dupés auraient du creuser un peu la question, ils se seraient alors rendus compte que la baisse des cours était provoquée par des ventes d'or-papier en blocs, comme s'il fallait "casser" le marché, mais que les ventes d'or physique ont toujours continué à progresser. Il ne fallait pas s'inquiéter de cette faiblesse des cours. Goldman Sachs a bien joué, sur le dos de ses clients, et ceux qui ont conservé leur or, ou en ont profité pour se renforcer (il est encore temps), également.

Durant le premier semestre, la Fed et les autorités économiques nous vendaient une reprise économique vigoureuse, et dans ce cadre la baisse de l'or s'avérait être un indicateur flagrant du retour de la confiance, quitte à ce qu'elle soit un peu provoquée en sous-main. Mais le 20 juin, l'annonce de l'éventuelle fin du Quantitative easing par la Fed fait chuter le Dow Jones. Depuis l'indice phare évolue en dents de scie, l'hésitation domine. Dans le même temps les marchés émergents ont perdu leur attrait, et chacun s'interroge sur la bulle obligataire. La Fed a d'autres chats à fouetter, d'autres dossiers chauds à gérer (y compris la succession de son président), et l'or se remet à remonter, tranquillement.

La baisse significative de l'or durant le premier semestre de cette année n'apparaîtra sans doute bientôt que comme une péripétie, une pause. Son cours s'est mis à monter à partir de 2002 quand la Fed a commencé sa politique laxiste, désormais les grandes banques centrales sont coincées avec leurs planches à billets, la "reprise" n'arrivant pas. L'or continuera en conséquence à progresser, tranquillement et assurément.

Et si la planche à billets repartait de plus belle ?

Le 12 septembre 2013

Le sentiment général penche vers une diminution de la "planche à billets" des grandes banques centrales occidentales, et il s'appuie sur les déclarations officielles de la Fed qui envisage de réduire son Quantitative easing (QE). Pour l'instant ce n'est qu'une hypothèse, évoquée par son président Ben Bernanke, mais elle a suffi à perturber les marchés, notamment avec le rapatriement de capitaux des pays émergents, ce qui entraîne une baisse importante de leurs devises. Quoi qu'il en soit, chacun convient que la banque centrale américaine ne peut pas continuer à injecter 85 milliards de dollars créés ex nihilo tous les mois dans l'économie.

Mais ce sentiment a aussi produit un autre effet, la remontée des taux longs, aux Etats-Unis et en Europe. Le taux à 10 ans américain frôle les 3%, et celui de l'Allemagne les 2%. Rien de grave, mais il ne faudrait pas que cette hausse se prolonge car le poids de la dette deviendrait littéralement écrasant pour le budget fédéral américain. Il y a par contre un effet qui n'a pas été atteint par ce Quantitative easing, c'est une vraie reprise économique, même si le gouvernement et la Fed tentent d'en vendre l'idée, le "sentiment" justement.

A partir de ce constat inquiétant, quelle est la marge de manœuvre de la Fed ? Baisser son taux directeur ? Mais c'est déjà fait et il est à zéro ! Quoi d'autre alors ? Le QE, encore lui ! Il qui pourrait être "exceptionnellement et temporairement" (bien sûr) augmenté, dans une sorte de fuite en avant. C'est précisément ce que fait la Banque du Japon depuis le début de l'année. Cela ne produit pas de résultats tangibles, seulement des bulles et de la volatilité, mais ça fait illusion.

En Europe la BCE ne rachète pas directement la dette des Etats comme aux USA, non, elle fait des prêts géants aux banques qui achètent la dette de leurs Etats. Ce qui revient exactement au même, sauf qu'il y a un détour par les banques (ce qui au passage les fragilise puisqu'elles remplissent leurs bilans d'emprunts souverains, bref). On a connu les deux LTRO de 500 milliards d'euros chacun de fin 2011 et début 2012 (prêts à 3 ans à 1%). Des rumeurs de plus en plus insistantes font état d'un prochain LTRO, justement, si les taux continuent de monter...

Aux Etats-Unis il faudra attendre le passage de témoin entre Ben Bernanke et son successeur le 31 janvier 2014, mais on imagine mal le nouveau venu jouer au "bad boy" en diminuant le QE et en faisant trembler les marchés actions et toute la planète financière. Alors pourquoi pas une tournée de champagne pour tout le monde avec une hausse évidemment "provisoire" de l'impression monétaire ? Il faudra alors s'accrocher à son siège, si possible avec des poignées en or.

Après les élections allemandes, le retour de la crise de la zone euro ?

Le 19 septembre 2013

Dans l'attente des élections nationales allemandes, il ne fallait pas parler des problèmes de la zone euro. Angela Merkel ne veut surtout pas perdre des voix en évoquant ce sujet. Son ministre des finances a avoué malencontreusement au cours de la campagne qu'il faudrait encore aider la Grèce, mais de seulement 10 milliards d'euros, pas de quoi s'inquiéter.

Mais dimanche cette comédie va prendre fin. Non, la Grèce n'aura pas besoin de seulement 10 milliards d'euro mais de beaucoup plus. Le pays s'enfoncé dans la crise, il ne pourra pas rembourser sa dette et c'est vers un nouveau plan de restructuration qu'il va falloir s'acheminer. Et ce sera encore plus compliqué que la fois précédente car c'est désormais la Banque Centrale Européenne qui détient une grande partie de cette dette, il faudra donc aussi la renflouer pour éviter qu'elle ne brûle tous ses fonds propres. Le reste est détenu par les fonds d'aide (FESF, MES) garantis par les Etats européens, et il leur faudra également remettre de l'argent dans ces structures.

Il y a aussi le Portugal qui ne s'en sort pas non plus et ne pourra pas rembourser les 78 milliards d'aide apportés par l'Union européenne et le FMI en mai 2011. Le taux à dix ans dépasse les 7%, la situation n'est pas soutenable. La encore la restructuration va s'imposer, une partie de cette dette devra être effacée. Les fonds d'aide européens devront, après la Grèce, enregistrer de nouvelles décotes, et les Etats garants les renflouer... Il y a des élections municipales le 29 septembre, après il faudra rentrer dans le vif du sujet.

N'oublions pas deux petits pays, Chypre et la Slovaquie. Chypre s'enfoncé dans la récession, on prévoit au moins 8% de chute du PIB en 2013 ! Comment le pays pourra rembourser les 10 milliards d'euros de son plan de sauvetage ? La Slovaquie souffre de son secteur bancaire dont les créances douteuses équivalent à 20% du PIB. Vite un plan de sauvetage !

Et ensuite ? L'Espagne et l'Italie vont revenir sur la table. Le secteur bancaire espagnol reste très malade, toutes les pertes liées à la bulle immobilière n'ont pas été prises en compte, loin de là. La situation politique chaotique de l'Italie rend l'avenir incertain. Et ces deux pays ne retrouvent pas le chemin de la croissance, tandis que leur dette publique ne cesse d'augmenter. L'Italie vient de connaître son huitième trimestre d'affilé de récession !

Et ensuite ? Pour la France, jusqu'ici tout va bien, les taux n'inspirent pas d'inquiétude. Mais quand les marchés vont vraiment se rendre compte que le déficit budgétaire de cette année va déraiser par rapport aux prévisions, le climat risque de se tendre. Quand ils comprendront qu'absolument aucune réforme structurelle sérieuse n'est mise en place aussi. On verra.

La parenthèse se referme, les dossiers mis au placard vont devoir ressortir. La relative accalmie qu'a connue la zone euro ces derniers mois ne devait rien à une quelconque amélioration des fondamentaux économiques, mais seulement à la volonté de faire silence dans les rangs de la part du pays qui tient les cordons de la bourse. Lundi sera un autre jour.

Bernanke avoue que le QE est impossible à ralentir

Le 26 septembre 2013

Surprise jeudi dernier : contrairement à ce que prévoyait la quasi-totalité des intervenants sur les marchés, Ben Bernanke a décidé de ne pas diminuer son Quantitative easing (QE). Ce sont donc toujours 85 milliards de dollars qui seront créés par la Fed tous les mois pour acheter de la dette fédérale (45 milliards) et des crédits hypothécaires aux banques, les MBS (40 milliards). Les marchés sont pris à contre-pied.

Nous avons dit ici il y a deux semaines que nous pensions que le QE allait continuer, et même augmenter lorsque le successeur de Bernanke prendra place le 31 janvier prochain. Nous verrons bien. Mais en ayant renoncé à une diminution même symbolique, de l'ordre de 10 à 15 milliards d'euros, ce qui n'aurait pas changé grand-chose sur le fond, Bernanke avoue la gravité de la crise qui frappe les Etats-Unis, et le fait qu'il n'existe aucune reprise économique sérieuse.

Bernanke reconnaît également implicitement qu'il existe trop de bulles aux Etats-Unis (le Dow Jones, l'immobilier dans certaines zones) et dans le monde (nombre de matières premières et de pays émergents, de devises et de marchés boursiers), et qu'une simple diminution du QE pourrait provoquer une série de krachs.

Bernanke sait aussi que la zone euro vit actuellement une rémission passagère mais que les problèmes de fond subsistent. Son collègue de la BCE, Mario Draghi, vient d'ailleurs d'annoncer qu'il n'exclut pas un nouveau prêt géant à long terme (LTRO) pour les banques européennes en difficulté. Manifestement, les 1.000 milliards d'euros prêtés en deux fois fin 2011 et début 2012 ne suffisent pas. Il y a de quoi s'inquiéter, et l'on vient d'ailleurs d'apprendre que la banque italienne Monte dei Paschi (la plus ancienne du monde, elle a été fondée en 1472, quel symbole) vient de faire défaut sur le paiement d'intérêt de sa dette et qu'elle recherche en urgence des investisseurs privés sous peine d'être nationalisée par un Etat italien qui croule sous sa propre dette... En fait le système financier et économique mondial est fragile au point qu'un léger changement de cap de la Fed pourrait provoquer son naufrage. Voilà la situation.

Il y avait une bonne nouvelle jeudi, qui n'a fait que quelques lignes dans les médias : le cours de l'or a bondit. Voilà une réaction saine. L'or, on ne peut pas l'imprimer ! Au milieu de toute cette liquidité, on peut être assuré qu'il va surnager.

Les actions aussi ont monté suite à l'annonce de Bernanke, mais pas vraiment pour de bonnes raisons : bien sûr, elles profitent de l'afflux de liquidité, elles sont une bulle parmi d'autres. Ben Bernanke est coincé et sa seule marge de manœuvre consiste à maintenir le QE d'ici le 31 janvier où il passera le témoin à son successeur, en espérant qu'un krach ne survienne pas d'ici là. Sauver les apparences, voici l'ambition du président de la Federal Reserve.

Ben Bernanke, l'apprenti sorcier

Le 3 octobre 2013

Prenons un peu de recul sur le Quantitative easing (QE) de la Fed dont nous parlons régulièrement, pour en apprécier l'importance et la signification. Il démarre après l'éclatement de la crise, le 15 septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers. Avant cette date, la banque centrale américaine détenait environ 500 milliards de dollars de bons du Trésor, aujourd'hui 2.000, soit un accroissement de 1.500 milliards de dollars. La Fed ne possédait aucun crédit hypothécaire (MBS, mortgage-backed security),

désormais elle en compte 1.200 milliards de dollars. Depuis la crise, la Fed a donc acquis auprès de l'Etat fédéral (pour les bons du Trésor) et des banques (pour les MBS) un total de 2.700 milliards de dollars d'actifs (1.500 + 1.200).

La Fed a donc permis, et continue à permettre à l'Etat d'emprunter à un taux d'intérêt très bas (à peine au-dessus et parfois en-dessous de l'inflation), et aux banques de se débarrasser des créances hypothécaires dégradées qui remplissent leurs bilans. Le pari initial était que la reprise arrivant, ce programme de rachat serait stoppé sans que cela ne porte à conséquence. Mais la reprise se fait attendre !

On le sait, ces rachats de 2.700 milliards d'actifs se sont faits par la création ex nihilo de la même somme d'argent, c'est-à-dire "la planche à billets". 2.700 milliards de dollars sans contrepartie réelle, qui ne correspondent pas à des biens et services, autrement dit de la fausse monnaie, mais "légale" parce qu'issue de la banque centrale... Au début la Fed expliquait que ses interventions étaient stérilisées, c'est-à-dire qu'une quantité de monnaie équivalente à celle qu'elle avait créée était gelée (concrètement les banques augmentaient leurs dépôts à la banque centrale). Cela n'a jamais été vraiment crédible, et aujourd'hui elle n'en parle même plus.

Comme dans "L'Apprenti sorcier" de Fantasia où les balais se multiplient et échappent au contrôle de Mickey, ces 2.700 milliards de dollars se diffusent dans l'économie et créent des bulles de plus en plus grandes, sur le Dow Jones et le Nasdaq notamment, mais aussi hors des Etats-Unis. Avec l'effet de levier des produits financiers, ces 2.700 milliards se transforment en une somme bien plus élevée... Les bulles grossissent, les prix ne correspondent plus aux conditions réelles de l'économie, ils deviennent erronés, transmettent de mauvaises informations... ce qui rend d'autant moins possible une véritable reprise de l'économie. C'est même plutôt une nouvelle crise que laissent entrevoir ces manipulations monétaires.

Et cette course s'accélère. Le troisième plan de QE, initié en décembre 2012, se monte à 85 milliards de dollars par mois (45 pour des bons du Trésor, 40 pour des MBS), soit exactement 1.020 milliards sur l'année. Par comparaison, le PIB des USA se monte à un peu plus de 15.000 milliards de dollars, l'intervention de la Fed a donc largement de quoi perturber l'ensemble de l'économie. Pour l'instant elle la maintient en apesanteur, au point que Ben Bernanke ne peut même plus diminuer quelque un peu ces injections monétaires, comme il s'y était engagé. Comme pour les drogues, l'effet d'accoutumance joue à plein, mais le retour à la réalité sera d'autant plus violent.

LTRO = QE, ou comment la BCE fait en réalité la même politique que la Fed

Le 11 octobre 2013

On lit régulièrement dans la presse, ou en entend de la part de responsables du monde bancaire ou politique, que la BCE ne rachète pas d'obligations souveraines contrairement à la Fed, sous-entendu "nous les Européens nous sommes plus vertueux que les Américains". C'est totalement faux.

La BCE finance une partie de la dette des Etats, comme la Fed, mais elle utilise une voie détournée : les banques. La BCE n'acquiert pas directement de la dette étatique, effectivement, mais elle prête de grande quantité d'argent aux banques qui ensuite achètent de la dette de leur Etat. Ce qui revient exactement au même.

En avril dernier, l'Etat slovène devait absolument émettre 1,1 milliards d'euros pour se financer. Personne ne veut de ce papier vu la situation catastrophique du pays, les créances douteuses équivalent à 20% du PIB, le système bancaire est donc virtuellement en faillite. Qu'à cela ne tienne, la BCE prête ce 1,1 milliard aux banques slovènes qui s'empressent de souscrire à l'émission de dette de leur pays ! Quelle différence avec la Fed qui achète directement la dette de l'Etat fédéral ? Aucune. Et continuons : qu'apportent les banques slovènes à la BCE en garantie (en collatéral) du prêt qu'elle leur fait ? Les emprunts d'Etat qu'elles viennent d'acquérir, vu qu'elles n'ont que cela ! Et la BCE se retrouve ainsi avec des emprunts d'Etat slovènes dans son bilan, pas inscrits sur la même ligne que si elle les avait acquis directement, mais la différence est tenue (si les banques slovènes restructurent leur dette ou font faillite, la BCE en deviendra effectivement propriétaire... mais ça ne vaudra rien car l'Etat slovène sera également dans la panade).

Mais au-delà de ces prêts au coup par coup, la BCE fait des prêts géants "ouverts à toutes les banques qui le souhaitent et pour les montants qu'elles désirent" comme l'a expliqué Mario Draghi : ce sont les LTRO, deux pour l'instant, en décembre 2011 et en février 2012, de 500 milliards d'euros à chaque fois ! La mise en place de ces prêts a permis la détente des taux italiens et espagnols qui grimpaient alors dangereusement, preuve qu'une grande partie de cette somme a été recyclée par les banques italiennes et espagnoles dans la dette de leurs Etats. Le mécanisme est le même que celui qu'on vient de décrire pour la Slovénie.

Ces LTRO sont des prêts à 1% à 3 ans, ce qui veut dire qu'ils devront être remboursés dans moins d'un an et demi. Selon les derniers chiffres de la BCE, jusqu'ici seulement 352 milliards l'ont été, et il reste 666 milliards d'euros à rembourser. Et les banques qui en ont le plus profité sont bien sûr les plus en difficulté, conséquence : qui peut croire que les banques italiennes et espagnoles vont pouvoir rembourser cet argent ? Et justement, lors de sa dernière conférence de presse, Mario Draghi a émis l'hypothèse d'un nouveau LTRO... C'est ce qui s'appelle de la cavalerie, ou du Quantitative easing en langage "banque centrale".

Si, il y a tout de même une petite différence entre la Fed et la BCE. Pour la première, au moins on connaît les chiffres (le QE3 c'est 85 milliards de dollars par mois, 45 pour acheter des bons du Trésor, 40 pour acheter des crédits hypothécaires aux banques, les MBS) alors qu'avec la BCE on ne sait pas précisément la part de ces 1.000 milliards d'euros de LTRO qui se sont investis en bons d'Etat, tout cela étant disséminé dans différentes banques européennes (et la BCE utilise d'autres outils que les LTRO, à l'exemple de la Slovénie). La BCE fait donc comme la Fed, et en plus elle rajoute l'opacité...

Au secours, le FMI valide la ponction des comptes bancaires !

Le 17 octobre 2013

La spoliation des comptes bancaires pour renflouer les banques qui s'est produite à Chypre en mars dernier ne constitue qu'une répétition générale, nous l'avions dit à l'époque. Nous savons aussi qu'une directive européenne se prépare pour mettre à contribution les dépôts de plus de 100.000 euros en cas de sauvetage bancaire dans un pays de la zone euro. Cette fois c'est le FMI qui évoque une solution comparable : une taxe de 10% sur l'épargne des ménages (de tous les ménages, pas seulement ceux au-dessus de 100.000 euros) pour diminuer la dette des Etats.

Dans son dernier rapport sur les finances publiques, le FMI envisage clairement cette solution. La dette publique des principaux Etats européens dépassant les 100% de leur

PIB – une zone rouge – l'institution dirigée par Christine Lagarde envisage une taxe de 10% sur l'ensemble de l'épargne privée. Tout simplement. Un hold-up géant.

L'idée fait donc son chemin : il s'agit d'habituer les esprits. Les variantes sont secondaires, à Chypre il s'agissait de renflouer les banques, le FMI veut, lui, diminuer la dette des Etats, cela revient à peu près au même tant les Etats et les banques entretiennent des relations incestueuses (les banques européennes possèdent une grande proportion de la dette publique). Le FMI fait abstraction de la barrière des 100.000 euros, celle-ci n'est qu'un mirage pour les naïfs, elle ne tiendra évidemment pas en cas de crise, tout le monde sera touché. L'irresponsabilité est par contre partagée. L'Union européenne envisage-t-elle de démanteler ou de scinder les banques "too big to fail" de façon à diminuer le risque systémique ? Pas du tout. Le FMI suggère-t-il, en contrepartie, une cure d'amaigrissement des Etats et une obligation d'équilibrer leurs comptes ? Non plus. Il s'agit donc uniquement de boucher un trou qui continue à se creuser.

Cette spoliation de 10% de l'épargne que propose le FMI servirait uniquement à revenir au niveau de la dette publique par rapport au PIB de 2007, avant la crise. Mais déjà à cette époque la dette n'était pas loin de la zone rouge et la plupart des pays européens connaissait un déficit budgétaire. Tout ça pour ça ! Spolier les épargnants européens pour revenir quelques années en arrière, sans rien changer dans le fonctionnement du système financier et de la sphère publique.

Mais maintenant que cette idée de ponction générale de l'épargne est validée par l'une des plus prestigieuses institutions internationales, il faut s'attendre à ce qu'elle continue de mûrir dans le cerveau de ceux qui nous dirigent. Il faut en tirer toutes les conséquences : notre compte bancaire devient un endroit de moins en moins sûr. Que faire ? On sera incité à aller vers des actifs réels (qui échappent à cette taxe... mais pas aux impôts cependant) comme l'immobilier, les œuvres d'art, les terres agricoles, les matières premières... Et bien sûr l'or, l'actif le plus sûr, le plus simple et le plus liquide. Il faut commencer à y réfléchir dès maintenant, une fois que le couperet tombera, il sera trop tard.

La dette américaine, un actif de plus en plus risqué

Le 24 octobre 2013

L'épisode tragicomique du "shutdown" est – temporairement – terminé, mais cela nous oblige à réévaluer en profondeur la dette américaine. Est-elle encore un actif sans risque, sous entendu la Fed sera toujours là pour payer, voilà une question que l'on doit se poser ?

Les médias ont souvent caricaturé les positions "extrémistes" du Tea Party, mais la situation du budget fédéral est vraiment inquiétante. Pour 100 dollars de dépenses, il n'y a que 65 dollars de recettes fiscales, et donc 35 dollars de déficit. C'est clairement un budget à la dérive. Même pour la monnaie internationale de réserve et de transaction, encore largement incontestée, un tel déséquilibre n'est pas tenable. Mais entre une présidence démocrate qui ne veut rien lâcher et un congrès républicain qui veut tailler dans les dépenses, aucun accord n'émerge. Les deux parties se sont seulement entendues pour reporter les échéances de quelques mois.

On n'est pas obligé de croire en son objectivité absolue, mais tout de même, l'agence de notation chinoise Dagong donne dans son communiqué du 17 octobre des éléments chiffrés qui font réfléchir. Entre le déclenchement de la crise en 2008 et la fin 2012, "la dette a augmenté de 60,7 %, tandis que le PIB nominal a augmenté de seulement 8,5

%, et que les recettes fiscales ont diminué de 2,9 %". Dagong en conclut que "les recettes fiscales ne peuvent plus être la principale source de remboursement de la dette". Ah bon, il reste quoi alors, le défaut ? La planche à billets ?

Il ne faudrait cependant pas s'inquiéter car la Fed pourra toujours fabriquer des dollars. Ce n'est pas l'opinion de Dagong qui évalue la perte de valeur que cela entraîne : "la dépréciation du dollar a entraîné une perte de 628,5 milliards de dollars aux créanciers étrangers entre 2008 et 2012". Voilà qui ne peut que les inciter à s'éloigner de la dette américaine. Conséquence logique, les acheteurs classiques se restreignant : la Fed ne pourra pas diminuer son programme de rachat de bons du Trésor, et risque même de devoir l'augmenter...

Il faut rajouter, explique Dagong, un risque lié à ces perpétuelles discussions et blocages institutionnels : "la vulnérabilité de la chaîne de la dette est telle que le défaut de paiement technique peut se produire à tout moment". Ce risque est renforcé par un élément que ne donne pas l'agence mais qu'il importe d'avoir à l'esprit : la durée moyenne de la dette américaine est de 4 ans seulement (7 ans pour la France ou l'Allemagne par comparaison). Cela signifie que d'ici quatre ans le Trésor devra renouveler la moitié du stock de dette actuel (près de 17.000 milliards de dollars), c'est-à-dire émettre plus de 8.000 milliards de dette, auxquels se rajouteront les déficits budgétaires à venir. Nous sommes dans une course folle.

La dette américaine devient ainsi un produit de plus en plus risqué pour ceux qui en détiennent ou envisagent de l'acquérir. Il ne suffit pas de dire que la Fed fera tourner ses rotatives en cas de problème : la valeur de cette dette baisse, l'appétit des clients habituels diminue, le risque de défaut technique n'est pas à écarter, aucune solution politique n'émerge pour revenir à l'équilibre budgétaire. Pour l'instant les marchés américains et européens demeurent largement confiants, toujours optimistes quant au règlement des conflits budgétaires entre Obama et les Républicains, mais un jour ou l'autre ce risque va se matérialiser, ce sera alors un tremblement de terre.

La NSA travaille-t-elle aussi pour la Fed ?

Le 31 octobre 2013

Le scandale de la NSA fait la une des journaux dans le monde entier, les révélations dépassent l'entendement, des millions de communications sont interceptées, personne n'est à l'abri, même le téléphone d'Angela Merkel était espionné ! Bien, mais un aspect semble pour l'instant peu évoqué par les médias, profitons-en donc pour poser la question : la NSA défend les intérêts des Etats-Unis d'Amérique, c'est sa mission, elle travaille directement avec le gouvernement, d'accord, mais travaille-t-elle aussi avec la Fed ?

Parce que là ça changerait pas mal de choses. De nombreuses personnes dénoncent des manipulations sur les marchés (de l'or notamment, mais aussi du Dow Jones et d'autres actifs financiers). Et effectivement des choses bizarres se produisent, chacun peut le vérifier, il n'y a nul besoin d'être adepte de la théorie du complot. A chaque fois sont évoqués des moyens d'action classiques, comme des ventes massives pour "casser" le cours de l'or par exemple. Mais imagine-t-on l'incroyable avantage dont disposerait la Fed si elle avait connaissance des conversations des principaux intervenants, des comptes de leurs sociétés, des flux financiers ?

Un délit d'initié global et illimité en quelque sorte, qui donnerait à la Fed un avantage extraordinaire. Les choses sont facilitées par la réglementation, ainsi par exemple les entreprises étrangères travaillant aux Etats-Unis – donc entre autres les banques – sont

obligées de fournir aux autorités fédérales des renseignements très précis sur leurs dirigeants et les membres de leur conseil d'administration (condamnations, empreintes digitales, mandats professionnels, etc.). Ils sont déjà fichés en arrivant, les suivre ne sera pas très compliqué.

Dans cette hypothèse, la manipulation des marchés pourrait prendre des formes bien plus diverses, plus fines, plus efficaces. Il serait possible d'agir en amont, avant même que les actions entreprises ne soient mises en œuvre sur les marchés. Il serait possible de déjouer à l'avance les stratégies qui iraient à l'encontre des intérêts de la Fed. Les personnes gênantes pourraient être déstabilisées. Et le fait de résider en dehors des Etats-Unis ne constituerait aucunement une protection.

Le dollar fait partie des intérêts nationaux des USA, la Fed gère le dollar, on ne voit pas pourquoi la banque centrale ne récupérerait pas des informations importantes pour conduire son action... On espère des "révélations" sur ce sujet, ce serait certainement croustillant.

C'était le petit billet de la semaine, légèrement paranoïaque mais sans plus. Et bien le bonjour à la NSA.

Comment la réglementation Bâle III augmente le risque systémique

Le 7 novembre 2013

Même si elle poursuit des intentions louables, une réglementation contraignante génère toujours des effets pervers. C'est le cas pour Bâle III, et c'est plutôt gênant puisqu'il s'agit de la solidité de nos banques.

L'agence de notation Fitch vient de publier un communiqué éclairant sur ces distorsions. Poursuivant l'objectif de limiter les prises de risque des banques, la réglementation dite de "Bâle III" affecte un coefficient à chaque type d'actif. Pour des prêts immobiliers aux particuliers, une banque doit garder tel pourcentage du montant total en liquidité, pour du crédit aux entreprises, tel autre pourcentage, etc. L'intention est d'obliger les banques à posséder un coussin de liquidités en cas de crise ou de retournement de conjoncture.

Fort bien. Mais les emprunts d'Etat de la zone euro étant considérés comme sûrs, les banques ne sont pas obligées de geler du cash en contrepartie de leurs engagements. On voit là le résultat du lobbying des Etats qui doivent bien trouver des acheteurs à leur volume croissant de dette. Conséquence : il est beaucoup moins coûteux pour une banque d'investir dans de la dette souveraine que d'acheter des actions ou de faire du crédit, puisqu'il n'y a pas besoin de bloquer des liquidités !

Fitch a mesuré les effets de cette réglementation depuis sa mise en place en décembre 2010. Depuis cette date, les 16 plus importantes banques européennes (les "global systemically-important banks", G-SIBs) ont augmenté de 26% leur exposition à la dette souveraine, pour atteindre le montant de 550 milliards d'euros. Dans le même temps, elles ont réduit leur détention d'obligations d'entreprises de 9% pour s'établir à 440 milliards d'euros. Les prêts aux entreprises ont également reculé de 9% pour atteindre 275 milliards d'euros. Seuls les prêts immobiliers s'accroissent sur la période, de 12%, à 275 milliards d'euros.

Cette évolution est tragique : les banques se désengagent de l'investissement productif (crédit et obligations d'entreprises) pour s'orienter vers le financement des Etats et l'économie de la rente (l'immobilier). Et après avoir manigancé cela en sous-main, les dirigeants politiques se plaignent de l'absence de croissance économique !

Mais le risque principal est l'augmentation du risque systémique pour le système financier, alors qu'au départ on cherchait à le diminuer ! Les banques détiennent de plus en plus d'emprunts d'Etat, si l'un chute, l'autre tombe aussi. Si un pays (au hasard : l'Italie, l'Espagne) doit restructurer sa dette, ses banques tombent en faillite. Et chacune de ces banques est "systémique", c'est-à-dire que leur faillite impacte le système financier européen dans sa totalité...

Cela montre en tout cas que la réglementation Bâle III n'apporte en rien une réponse à la crise financière actuelle, qu'elle la renforce même, et que nous sommes juste ici dans une politique de l'affichage.

Le bitcoin, un symptôme de plus de la perte de confiance envers les monnaies papier

Le 14 novembre 2013

C'est le nouveau phénomène à la mode, les médias parlent de plus en plus du bitcoin, cette monnaie virtuelle créée en janvier 2009 et dont le cours vole de record en record. Que faut-il en penser ?

Rappelons succinctement son fonctionnement : cette monnaie virtuelle circule sur un réseau *peer to peer*, c'est-à-dire sans serveur central, sans "autorité hiérarchique", sans banque centrale. Pour interdire toute fausse monnaie, chaque bitcoin est tracé depuis sa création, à travers la signature (électronique) de chacun de ses détenteurs successifs. Et ce travail de vérification (coûteux en calcul informatique) est assuré par les "mineurs", qui sont récompensés... en bitcoins ainsi que par les (très légers) frais de transaction. Le système est donc parfaitement autonome, autorégulé.

Longtemps limité aux milieux informatiques alternatifs, le bitcoin sort de l'ombre en cette année 2013. La faillite de Chypre au printemps et la ponction des comptes bancaires fait découvrir à beaucoup qu'une banque n'offre pas une protection absolue pour ses économies. Alors qu'un compte en bitcoin, personne n'a autorité pour vous le prendre. Au même moment l'Argentine instaure un contrôle des changes pour empêcher la fuite des capitaux, et l'on découvre que le virement en bitcoin n'a que faire des frontières. Rajoutez sur ces deux événements de nombreux articles dans la presse anglo-saxonne et le cours du bitcoin, qui se traînait paresseusement sous les 10 euros durant 2012, passe à 100 euros cet été (après avoir connu une bulle à 200 euros suivie d'un krach en avril). Nous assistons à une nouvelle poussée de fièvre depuis fin octobre (presque 300 euros le 13 novembre !) après que Baidu (premier moteur de recherche chinois) décide de l'accepter comme paiement et que eBay (propriétaire de Paypal) signale son intérêt... Le bitcoin s'institutionnalise.

Il y a aussi un élément de fond qui pousse à la hausse : la quantité de bitcoins en circulation augmente régulièrement mais ne dépassera jamais un certain nombre (21 millions), c'est prévu par l'algorithme lui-même (cela ne gênera pas les transactions car le bitcoin est divisible jusqu'à la huitième décimale). Cela interdit en conséquence toute "planche à billets", toute inflation. C'est une "monnaie matière première", on pourrait parler "d'or numérique".

Cependant, l'or, tout le monde connaît, au contraire du bitcoin. Au fur et à mesure que de nouveaux utilisateurs le découvrent, cela provoque parfois des engorgements. Actuellement 12 millions de bitcoins ont été émis, mais on estime que 80% d'entre eux ne circulent pas et sont thésaurisés. A 300 euros, la totalité des bitcoins existants pèse

3,6 milliards d'euros (12 millions multiplié par 300), ce qui est minuscule à l'échelle mondiale. Des à-coups sont donc à prévoir ! Et puis de l'or numérique ça reste de l'informatique, et donc à la portée des hackers, et de nombreux vols ont déjà eu lieu...

Le bitcoin possède de vrais atouts comme intermédiaire pour les paiements et les virements (commissions *low cost*, s'affranchit des frontières), mais comme placement il faut redoubler de prudence (sur la volatilité du cours comme sur la sécurité informatique).

Le bitcoin étant de création récente, le "système financier" ne lui a pas (encore ?) adjoint tout un tas d'instruments dérivés contrôlés par les grandes banques d'affaires, avec l'affectueuse complicité de la Fed, de façon à pouvoir "casser" son cours de temps à autre, comme pour l'or. Quand on parlera de "bitcoin papier", il faudra se méfier. D'ici là, la forte progression de son cours traduit un nombre d'utilisateurs en expansion, on l'a dit, mais aussi, et cela va de pair, une foi envers une monnaie non manipulée, ce qui est de plus en plus rare.

Trop de banques ont survécu à la crise financière, estime le président de l'Autorité Bancaire Européenne !

Le 21 novembre 2013

"Trop peu de banques européennes ont été démantelées et ont disparu du marché". Ces paroles n'ont pas été prononcées par un révolutionnaire voulant mettre à bas le capitalisme, mais par Andrea Enria qui n'est autre que le président de l'Autorité Bancaire Européenne (European Banking Authority www.eba.europa.eu), lors d'un entretien au Frankfurter Allgemeine Zeitung. Il poursuit en donnant des chiffres éclairants : "seules 40 banques européennes ont disparu depuis la crise financière de 2008, contre près de 500 aux Etats-Unis. Les gouvernements ont voulu maintenir en vie leurs banques, et cela a freiné le processus de convalescence".

L'Autorité Bancaire Européenne n'a pas toujours fait preuve de clairvoyance, on l'a même accusé, à juste titre, de négligence et de déni de la réalité lorsqu'elle a réalisé des stress-tests en 2011 pour en conclure que seulement 9 banques européennes avaient besoin de renforcer leurs fonds propres, et ce pour un montant total de 2,5 milliards d'euros. Un chiffre ridicule, qu'elle dément donc aujourd'hui sans le reconnaître. Mieux vaut tard que jamais.

Cette déclaration signifie que trop de banques-zombies existent encore en Europe, que trop de créances douteuses n'ont pas été purgées, que la crise rode encore dans les bilans bancaires. Elle dit aussi que les Etats soutiennent des banques contre toute raison économique, c'est-à-dire uniquement pour des raisons politiques. Et le président de l'Autorité Bancaire Européenne veut mettre fin à cette complaisance coupable en expliquant que l'Europe, dans le cadre de l'union bancaire, doit mettre en place des mécanismes de restructuration et démantèlement des banques, mais qu'à ce jour les dirigeants européens n'ont pas réussi à s'entendre sur la forme que prendra cette "résolution", à qui sera confié le pouvoir de décision et qui en assurera le financement. Voilà qui promet de sacrées batailles en perspectives.

Alors il faut s'attendre à des faillites bancaires. Enfin, plus exactement à des "restructurations", dont on sait comment elles se passent désormais : par la ponction des comptes des déposants, comme cela a été pratiqué une première fois à Chypre. Et comme cela est en train d'être formalisé par une directive européenne. Les Etats et les banques s'entendront pour faire porter la facture sur les épargnants, et tant pis pour

eux. Les Etats sont trop endettés, les banques prennent trop de risques, mais c'est encore eux qui ont le pouvoir et il ne faut pas s'attendre à ce qu'ils payent le prix de leurs erreurs.

Au moins nous voilà prévenus. Car cette déclaration est aussi un avertissement. Après Chypre, après la "suggestion" du FMI (de ponctionner 10% des comptes bancaires pour réduire la dette des Etats), voici l'autorité de contrôle des banques en Europe qui nous dit que de nombreuses banques sont en situation de faillite virtuelle. On ne pourra pas dire qu'on ne savait pas.

Pour Bernanke le QE ne provoque pas de bulle sur le Dow Jones !

Le 28 novembre 2013

Interdit de rire, Ben Bernanke réfute le fait que la politique d'argent facile de la Fed ait favorisé Wall Street, il soutient au contraire qu'elle a aidé les classes moyennes ! "Au risque de vous choquer, je suis en désaccord avec cela. Les effets de notre politique monétaire ont aidé les foyers américains à améliorer leur situation financière. La Fed a contribué de manière importante au bien-être de la classe moyenne et des plus pauvres." Voici ce qu'il a déclaré le 19 novembre selon l'AFP.

Ce n'est plus de l'aveuglement mais de la mauvaise foi. Lorsqu'il avait évoqué une possible diminution du montant du Quantitative easing en juin dernier, Bernanke avait provoqué une sévère chute des cours. Sa décision, en septembre, de maintenir le rythme de la planche à billets, contrairement à ce que craignaient les marchés, a permis aux indices de reprendre leur progression. Sans les 85 milliards de dollars créés ex nihilo tous les mois, les marchés s'effondrent, ils ont besoin de cette drogue. Ce ne sont certes pas les bénéfices des entreprises ou les perspectives de croissance qui poussent ainsi les actions vers le haut...

Et la population américaine, sa situation se serait améliorée, vraiment ? Le taux de chômage "officiel" se situe à 7,3% en octobre, mais chacun sait que ce chiffre est obtenu en sortant des statistiques les chômeurs de longue durée. La pauvreté ? Elle progresse : il y aura bientôt 50 millions d'Américains recevant des "food stamps", des bons alimentaires, contre 29 millions en août 2008, voici la triste réalité.

Ce qui ne manque pas d'inquiéter, c'est la perversion du raisonnement du dirigeant de la Fed, qu'il partage malheureusement avec son successeur : "Je suis d'accord avec l'opinion exprimée par ma collègue Janet Yellen : le plus sûr chemin vers une approche plus normale de la politique monétaire est de faire tout ce que nous pouvons pour promouvoir une forte reprise." Il y a une confusion fondamentale dans ce raisonnement, et une inversion. La confusion consiste à considérer que la Fed doit promouvoir la reprise économique : ce n'est pas la fonction d'une banque centrale ! Ce sont d'abord les agents économiques qui décident d'une reprise ou pas, en fonction des progrès de productivité, de l'épargne et des investissements. Puis le gouvernement, en levant les entraves au marché (par exemple Obamacare dont on se rend compte qu'il alourdit le coût du travail). Que peut faire une banque centrale ? Baisser d'autorité ses taux... et ainsi décourager l'épargne, moteur premier de l'économie. L'inversion c'est justement considérer qu'il faut attendre la reprise pour remonter les taux, alors qu'il faudrait faire le contraire pour encourager l'épargne.

Et ce raisonnement vicié va continuer : "Le FOMC [Federal Open Market Committee, le Comité de politique monétaire] demeure engagé à maintenir une politique hautement accommodante aussi longtemps qu'il le faudra". "Qu'il le faudra" quoi ? Jusqu'à la reprise ? Mais elle ne viendra pas ! Par contre les bulles, un jour ou l'autre, ça éclate...

La BCE se prépare à ouvrir les vannes de la liquidité

Le 4 décembre 2013

Nous avons expliqué le 11 octobre 2013 que les LTRO, c'est-à-dire les prêts géants de 1.000 milliards d'euros au total de la BCE en faveur des banques européennes, sont assimilables aux plans de Quantitative easing de la Fed, autrement dit à de la planche à billets. Une partie de cet argent ne pourra pas être remboursé et la BCE sera obligée de faire "rouler la dette", c'est-à-dire de proposer un nouveau prêt géant.

Les échéances se rapprochent, les LTRO sont des prêts à 3 ans et ils ont été lancés en décembre 2011 et en février 2012. Ils arrivent donc à échéance en décembre 2014 et en février suivant, c'est-à-dire très bientôt. Selon la Banque d'Italie, sur les 255 milliards d'euros de fonds LTRO accordés par la BCE, les banques italiennes ont remboursé 15 % de ce montant, soit 38 milliards d'euros. Reste donc 217 milliards à trouver en 2014... Pour l'Espagne les montants sont équivalents.

Les banques italiennes et espagnoles pourront-elles rembourser ces sommes ? On peut en douter lorsque l'on découvre la contraction de leur activité : le crédit aux entreprises non financières baisse de 5,7% (en octobre 2013 sur les douze derniers mois) pour les banques italiennes et de 19,3% pour les banques espagnoles ! Le crédit à la consommation et les prêts immobiliers sont également orientés à la baisse. Le crédit constitue une des composantes essentielle du "chiffre d'affaires" des banques, et il se replie nettement, on le voit.

Ces mauvais chiffres démentent également tout les discours de la BCE consistant à expliquer que les liquidités qu'elle fournit avec les LTRO ainsi que son taux directeur pratiquement à zéro (0,25%) ont pour objectif de soutenir le crédit... Ca ne marche pas, donc continuons ! En fait la BCE y est obligée car ne pas faire un nouvel LTRO provoquerait des faillites bancaires en Espagne et en Italie. Il est donc urgent d'éloigner ce risque avec un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. Les marchés qui, en l'occurrence, ont tendance à confondre liquidité et solvabilité seront rassurés, Mario Draghi pourra parader et les chefs de gouvernement pourront annoncer que "la crise est derrière nous".

Tout cela, on s'en doute, ne plait pas à l'Allemagne. Le problème cependant est qu'elle perd la main au sein de la BCE, sa position devient minoritaire. Le nombre de pays qui souhaitent ou ses satisfont d'une politique d'assouplissement monétaire dépasse désormais clairement ceux qui la redoutent, les "colombes" ont pris le pas sur les "faucons".

Il s'agit donc en ce moment, pour la BCE, d'amadouer l'Allemagne... On évoque un LTRO qui serait versé aux banques qui s'engagent à accroître leurs crédits aux entreprises, mais comment obliger une banque à prêter plus ? La BCE pourrait racheter des crédits de PME titrisés (en échange d'argent frais pour les banques donc), mais est-ce la fonction d'une banque centrale de détenir de tels actifs ? Quoi qu'il en soit, la BCE comptera sur l'urgence face aux difficultés des banques italiennes et espagnoles pour imposer un nouveau déluge de liquidités.

Les banques n'aiment ni le bitcoin ni l'or, et c'est logique

Le 12 décembre 2013

Intéressant ce qui se passe sur le bitcoin en ce moment : le lobby bancaire se rebiffe. Nous avons déjà parlé du bitcoin le 14 novembre 2013, en expliquant, pour résumer, que c'était un peu de "l'or numérique". Comparé à l'or le bitcoin est considérablement moins connu, minuscule quant au montant, d'une sécurité moyenne (le risque de se faire hacker, et donc voler, est élevé). Par contre cette monnaie électronique possède des caractéristiques qui la rapprochent du métal précieux : l'absence d'organisme de contrôle (donc de toute manipulation) et une quantité limitée (planche à billets impossible). Autre avantage pour cette devise virtuelle : des coûts de transaction quasi nuls.

Pour les banques ça fait beaucoup, il y a largement de quoi les énerver. Le bitcoin comme intermédiaire de moyen de paiement (au lieu du système de carte bancaire) les concurrence directement. BitPay, le leader aux Etats-Unis, a déjà fait signer 100.000 marchands (contre 10.000 en 2012). Et le bitcoin comme moyen de placer une partie de son épargne, c'est autant d'argent qui quitte le système bancaire.

Alors elles réagissent : des banques américaines, canadiennes et australiennes ont fermé les comptes de leurs clients qui réalisaient des transactions en bitcoins. La Banque de Chine s'est rendue compte que la monnaie électronique permettait de contourner le contrôle des changes, elle a demandé aux banques chinoises de ne plus l'utiliser pour leurs transactions. Mais cela ne freinera pas, ou à peine, l'ascension du bitcoin. C'est déjà trop tard. Tout juste la progression de son cours a-t-elle été (temporairement) stoppée sous les 1.000 dollars. Autre moyen qui sera certainement utilisé pour tenter de manipuler le cours : les produits dérivés, le "bitcoin-papier", et ceux qui suivent le marché de l'or savent de quoi on parle.

La hausse parabolique du cours de bitcoin (100 dollars cet été, presque 1.000 aujourd'hui), son adoption croissante par des marchands, et le buzz médiatique qui l'accompagne, tout cela traduit aussi une défiance envers le système bancaire dans son ensemble, et envers la monnaie-papier. Cela ressemble à une répétition générale, en tout petit, de ce qui se passerait avec l'or si les gens perdaient confiance dans l'euro ou le dollar...

Le coup du bitcoin comme "monnaie de la mafia" ça ne marche plus, alors les banques centrales de Chine et de France ont publié le même jour (quelle coïncidence !) des mises en garde : "monnaie non régulée", "valeur non garantie", "une conception qui alimente la spéculation", "intérêt uniquement marketing et publicitaire", etc. Vite, réfugions-nous auprès de nos monnaies-papier adorées et sagement gardées par nos banques centrales omniscientes !

Ce qui se passe autour du bitcoin, les manœuvres du lobby bancaire (les banques centrales et les grandes banques), ressemble furieusement à ce qui se passe autour de l'or. Le bitcoin et l'or possèdent des points communs et des différences, ils sont de nature différente, mais ils représentent des alternatives, chacun à leur manière. Ils témoignent chacun de la défiance envers les monnaies-papier manipulées par les banques centrales. Ça gêne, mais personne ne pourra les faire taire !

Alerte : la directive européenne pour ponctionner vos comptes bancaires est signée !

Le 19 décembre 2013

Nous avons déjà parlé de ce qui s'est passé à Chypre en avril dernier, c'est à dire la confiscation des comptes bancaires de plus de 100.000 euros pour renflouer les banques locales en faillite. Nous avons aussi expliqué que cela présageait du mode de règlement futur des crises bancaires : se servir directement dans les comptes des épargnants. Et effectivement, il a été lancé dans la foulée un projet d'une directive européenne pour formaliser ce procédé.

Redisons-le : il ne s'agit rien d'autre ici que d'un vol pur et simple, d'une remise en cause du droit de propriété. Que les actionnaires soient mis à contribution, rien de plus normal. Et si cela ne suffit pas, et bien il faut remettre en cause la loi bancaire et séparer les banques de dépôt des banques de marché, de façon à éviter que les dépôts ne soient mis en danger. Rien de tel ici, on n'empêche pas les banques de grossir et d'accumuler des risques (on fait confiance à Bâle 3 qui n'est pourtant pas du tout à la hauteur des enjeux), et en cas de problème il suffira de puiser dans les comptes des déposants ! L'ensemble des clients ses banques seront-ils prévenus ? Surtout pas, cela déclencherait un mouvement de panique.

Dans la nuit du 11 au 12 décembre, les 28 Etats membres ainsi que la Commission et le Parlement européen se sont mis d'accord sur le texte de cette directive. Elle entrera en vigueur le 1er janvier 2016, désormais chacun est prévenu.

Beaucoup pourraient se dire qu'avec un plancher de 100.000 euros, ce n'est pas la peine de s'inquiéter. Lourde erreur. Effectivement à Chypre les comptes en dessous de cette somme n'ont pas été touchés, mais uniquement parce que l'Union européenne et le FMI ont apporté 10 milliards d'euros dans le cadre d'un plan d'aide. Pour un pays comme l'Espagne, l'Italie ou la France, il faudrait des centaines de milliards pour protéger ces comptes. Qui pourrait apporter cette somme ? D'autant que la directive proscriit ce type d'aide extérieure (le bail out) pour justement obliger le pays à résoudre par lui-même la crise qui le frappe (le bail in). C'est bien sûr TOUS les comptes qui seraient ponctionnés.

C'est d'autant plus évident qu'à l'annonce de cette directive, tous ceux qui détiennent plus de 100.000 euros, et jusqu'à, disons, un million, ouvriront plusieurs comptes pour se retrouver sous cette somme. Les multimillionnaires, eux, partiront ou feront des montages pour protéger leur patrimoine. Ne resteront alors que les entreprises. Mais qu'est ce que cela signifie de ponctionner tout ou partie des comptes des entreprises, c'est à dire leur trésorerie, sinon les empêcher de faire la paye les mois suivant et les mettre en grave difficulté ou en faillite, et ainsi de provoquer une crise économique majeure ?

Ce chiffre de 100.000 euros est un pur effet d'annonce destiné à faussement rassurer 95% de la population (les électeurs !) mais il ne tiendra évidemment pas en cas de crise bancaire. Avec cette directive, voici une raison supplémentaire de penser à se mettre à l'abri du système bancaire.

Risque de désinflation et cours de l'or

Le 24 décembre 2013

Les craintes de déflation se font insistantes, et avec son impact sur le cours de l'or, dont un certain nombre d'observateurs pensent qu'il pourrait alors baisser. Tentons de clarifier les choses.

La déflation fait peur, mais ça n'a pas toujours été le cas. La baisse généralisée des prix est même une chose normale dans un régime d'étalon-or : la quantité de monnaie est constante, en conséquence les prix des biens baissent au fur et à mesure qu'ils incorporent des progrès de productivité (on en a plus pour son argent). Ron Paul a fait remarquer qu'aux Etats-Unis les prix de gros ont chuté de 47% de 1879 à 1900 alors que la croissance économique moyenne s'élevait à près de 4% par an. Une bonne croissance saine comme on n'en rêve plus.

Mais la déflation peut aussi survenir lors d'une contraction brutale du prix des actifs. Dans un tel scénario la déflation survient après une bulle, et la chute des prix est la manifestation d'une grave crise. A votre avis, quel type de déflation nous menace ? Celle-ci bien sûr.

Des bulles aujourd'hui, il y en a beaucoup (marchés actions et obligations souveraines spécialement), et elles sont gonflées par les banques centrales, nous l'expliquons régulièrement ici. Elles éclateront plus ou moins brutalement un jour, ce qui entraînera une chute du prix des actifs.

D'autre part, dans l'économie "réelle", au Japon, en Europe et aux Etats-Unis, on note non pas une déflation mais une désinflation, une quasi stagnation des prix, ce qui renforce les craintes d'une véritable déflation. Mais il s'agit ici surtout d'une thrombose de l'économie, d'une reprise qui n'arrive pas. La monnaie créée par les banques centrales ne se retrouve pas dans l'économie, elle stagne (dans les obligations ou en réserve), et cela se retrouve dans la vitesse de circulation de la monnaie qui, aux Etats-Unis, a atteint son plus bas niveau depuis la Deuxième Guerre mondiale !

Et la déflation, il faut en prendre conscience, est quelque chose de mortel pour celui qui est très endetté : ses revenus baissent, la valeur de son patrimoine diminue, en conséquence le poids réel de sa dette augmente. C'est la mort assurée. Et aujourd'hui il y a beaucoup trop de dette, aussi bien chez les Etats que dans le système bancaire. La déflation n'est clairement pas une option pour les banques centrales du Japon, des Etats-Unis et d'Europe. Plutôt l'hyperinflation, qui a au moins l'avantage de laminer la dette !

Dans un tel contexte de déflation mortelle obligeant les banques centrales à "faire tapis" et à lâcher les vannes, pour faire repartir les prix à la hausse, il ne faut pas être grand clerc pour imaginer ce que fera le cours de l'or... Ce sera alors la seule bouée à laquelle s'accrocher.

Comment la BCE nous ment sur les futurs stress-tests bancaires

Le 2 janvier 2014

La Banque centrale européenne s'est déjà livrée à des stress-tests bancaires, et ils sont passés complètement à côté du sujet en prenant des hypothèses bien trop laxistes pour détecter quoi que ce soit. On se rappelle notamment que les banques irlandaises, ou Dexia, les avaient passés haut la main quelques mois avant d'être déclarées en faillite. Mais cette fois ça va changer, les critères retenus seront plus rigoureux, on n'hésitera

pas à désigner les banques en difficulté, et la BCE et la EBA (European Banking Authority) ne feront pas de cadeaux, nous annoncent-elles.

Cependant, comme nous l'apprend une note de Natixis (une banque qui a frôlé la faillite mais qui possède un bon service d'études), les créances douteuses seront examinées de près, certes, mais il ne sera tenu aucun compte des dettes souveraines ! Pourtant les banques en détiennent des montants importants et toute remontée des taux se traduirait par des pertes financières considérables. Eh bien, ce calcul ne sera pas effectué.

Déjà, au niveau des créances douteuses, il y a de quoi s'inquiéter. En Italie et en Espagne, le taux de défaut sur les crédits des ménages et des entreprises ne cesse d'augmenter depuis 2008, et rien ne vient ralentir cette tendance. Mais par surcroît, l'encours de la dette publique détenue par les banques est passé de 12% en 2008 à 28%, fin 2013, en Italie, et de 7% à 30% en Espagne sur la même période. Voici un risque qui, à lui seul, ferait sauter le système bancaire de ces pays si les taux remontaient de façon significative. Mais la BCE a décidé de fermer les yeux.

L'étude Natixis tente d'évaluer ce risque : une remontée des taux de 1% coûterait 28 milliards d'euros aux banques italiennes, soit 16% de leurs fonds propres, et 20 milliards aux banques espagnoles, soit 12% de leurs fonds propres. 1% seulement et c'est déjà l'alerte...

Pourquoi un tel déni de la part de la BCE ? Nous sommes ici au coeur du conflit d'intérêt que nous avons déjà dénoncé et qui consiste à faire de la banque centrale l'organisme de surveillance du secteur bancaire : la BCE est juge et partie. Car de qui dépend la bonne tenue des taux d'intérêt de la zone euro, sinon de la BCE ? Elle a mis son taux directeur au plus bas, à 0,25%, et accorde généreusement des liquidités aux banques en difficulté (les deux LTRO à 500 milliards chacun, et bien d'autres types d'aide). Une remontée des taux dans les pays d'Europe du Sud, ou en France, signerait son échec, elle refuse donc de l'envisager.

La BCE, comme la Fed et la BoJ, est coincée : soit elle reste indéfiniment acheteuse de dette gouvernementale (indirectement via les banques, pour la BCE, directement pour les autres), ce qui mène à l'hyperinflation, soit elle freine sa monétisation, ce qui conduit à la remontée des taux d'intérêt et qui entraînerait des faillites bancaires et une grave dépression. Dans les deux cas l'épargnant sera ruiné, chacun l'aura compris. Alors en attendant, tentons au moins de sauver les apparences, y compris avec des stress-tests bidonnés.

Richesse virtuelle et richesse réelle

Le 9 janvier 2014

Les riches deviennent de plus en plus riches selon le dernier classement Bloomberg, la fortune des 300 personnes les plus riches du monde a progressé de 524 milliards de dollars en 2013 pour atteindre le chiffre de 3.700 milliards de dollars, tandis que le numéro un, Bill Gates, a vu sa fortune personnelle augmenter de 15,8 milliards pour s'établir à 78,6 milliards de dollars, champagne !

Enfin, ce ne sera pas champagne pour tout le monde, les classes moyennes ne peuvent pas en dire autant, et aux Etats-Unis, le nombre de bénéficiaires de bons alimentaires approche les 50 millions, soit un quasi doublement par rapport à avant la crise de 2008. Pourquoi une telle distorsion ? Le réflexe pavlovien de "faire payer les riches" ne mène à rien (redistribuer l'intégralité de ces 524 milliards aux classes moyennes mondiales

représenterait une goutte d'eau pour chaque famille !), et surtout il masque le vrai problème.

Les plus riches se sont enrichis essentiellement parce que leur fortune est sous forme d'actions et que les marchés boursiers ont bien progressé en 2013. Voici la raison essentielle de cet enrichissement. Mais cette hausse des actions doit peu aux performances réelles des entreprises (sinon les classes moyennes en auraient aussi profité) et doit par contre beaucoup aux plans de Quantitative easing de la Fed, ainsi que de la BoJ et de la BCE. Une grande partie de cet argent "gratuit" (à taux zéro) se retrouve sur les marchés actions... qui montent, comme c'est étonnant. Enfin, plus précisément, l'argent est à taux zéro pour les banques qui se refinancent auprès de leur banque centrale, par pour la famille et l'entreprise qui veulent emprunter, et qui eux payent bien sûr plein tarif à leur banque.

C'est ce qui s'appelle l'effet Cantillon, du nom de cet économiste irlandais du XVIII^e siècle qui découvrit le premier le phénomène. C'est devenu un concept clé de l'Ecole autrichienne et Ron Paul a souvent dénoncé cet effet pervers des QE qui créent un "effet richesse" artificiel pour les plus riches, sans que les revenus des classes moyennes ne s'améliorent. Une remarque : cette analyse présente un grand intérêt, en effet nul besoin d'être marxiste, ou étatiste, ou fan de "Occupy Wall Street" pour déplorer une déformation injustifiée de l'échelle des patrimoines et des revenus, une analyse libérale (autrichienne) est tout à fait apte à expliquer ce phénomène, et à y apporter une réponse (une saine gestion de la monnaie) qui règle le problème à la racine et qui ne soit pas interventionniste.

Cette richesse, donc, s'avère largement artificielle, car c'est le produit d'une bulle, en l'occurrence une bulle sur le marché actions. Une richesse virtuelle qui risque fort de s'évanouir en cas de retournement... La morale de cette histoire : la richesse ne peut pas se réduire à un seul chiffre, qui plus est libellé dans une monnaie "imprimée" plus que de raison, tout cela est bien trop volatile, il faut aussi se poser la question de savoir en quoi est constitué son patrimoine. Un conseil : l'or, lui, ne s'imprime pas, pas d'effet Cantillon possible !

FMI, UE, Bâle : les comptes bancaires plus que jamais menacés !

Le 16 janvier 2014

A quoi jouent les banques et les Etats ? Voici quatre nouvelles concomitantes qui doivent alerter tous ceux qui placent encore leur confiance dans le système bancaire européen.

Premièrement l'adoption de la directive européenne pour ponctionner les comptes des épargnants en cas de faillite bancaire et qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2016 (nous en avons parlé le 18 décembre 2013).

Deuxièmement, la semaine dernière, le FMI revient à la charge sur la ponction des comptes bancaires, sur l'idée d'une taxe généralisée sur l'épargne afin de réduire la dette publique, et que l'institution avait déjà évoquée (nous en avons parlé le 17 octobre 2013). Cette fois le FMI convoque le célèbre duo d'économistes de Harvard, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, pour expliquer que la dette publique atteint des sommets depuis 200 ans et qu'il va inévitablement falloir recourir à un cocktail mélangeant restructurations, défauts et inflation...

L'expression de ces menaces encouragent-elles au moins les banques à modérer leurs prises de risque ? Le Comité de Bâle, chargé d'écrire les normes prudentielles du système bancaire européen, durcit-il sa position pour éviter, autant que faire se peut, d'en arriver

à de telles extrémités ? Même pas car, c'est la troisième information, qui date de lundi : les banques ont obtenu d'assouplir leur ratio d'effet de levier qui entrera en vigueur en janvier 2018.

De quoi parle-t-on ? Non pas du ratio pondéré, dont on a l'habitude, et qui était de l'ordre de 7 à 10% (pondéré c'est-à-dire que la dette d'un Etat noté AAA comptait pour zéro parce que supposée sans risque...), mais d'un ratio "sec" dans lequel on prend en compte l'ensemble des actifs de la banque sans se poser la question de leur niveau de risque (de toute façon toujours difficile à mesurer). Un ratio plus prudent en quelque sorte. Et il devait être de 3%.

3% ce n'est déjà pas fameux, c'est même carrément dangereux : cela veut dire qu'une banque peut prendre 33 euros d'engagements pour 1 euro de liquidité... Si ces engagements (bons d'Etat, crédit aux entreprises et aux particuliers, portefeuille d'actions, produits dérivés) perdent 3% de leur valeur, les fonds propres sont engloutis et la banque se retrouve en faillite. On rappelle que Lehman Brothers avait un levier de 1/30 au moment de sa disparition.

Eh bien 3% c'est encore trop pour les grandes banques européennes et elles viennent justement d'obtenir des assouplissements de cette règle ! Ils consistent essentiellement en des aménagements techniques permettant de prendre en compte des positions nettes et non pas brutes, des niveaux de pertes maximales et non pas l'encours total. On nage vraiment dans le grand n'importe quoi, dans l'irresponsabilité totale !

Mais c'est vrai, pourquoi s'en faire, pourquoi s'inquiéter, pourquoi devenir prudent si en cas de faillite bancaire les banques et les Etats peuvent se servir directement dans les comptes des épargnants ? Et pour être certains que la population n'aura même pas le temps de protester, la procédure va être considérablement accélérée, c'est la quatrième et dernière nouvelle. Sabine Lautenschläger, vice-présidente de la Bundesbank et candidate allemande au remplacement de son compatriote Jörg Asmussen au directoire de la BCE, a déclaré lundi que la zone euro doit être capable de définir en l'espace d'un week-end un plan de refinancement et de restructuration d'une banque en difficulté. Un week-end. La banque, dans laquelle le gouvernement incitait chacun à garder sa confiance, est subitement déclarée en faillite le vendredi soir, et le lundi matin votre compte est siphonné de 50%. Simple, propre, efficace. On n'arrête pas le progrès.

Italie, Espagne : le risque est masqué mais il demeure bien réel

Le 22 janvier 2014

Les taux sur les dettes italiennes et espagnoles ont atteint des niveaux élevés durant les années 2011 et 2012, par moment 7%, un taux considéré comme "mortal", car impliquant un effet boule de neige menant rapidement au défaut. Mais sur l'année 2013 et en ce début de 2014, ces taux s'affichent autour de 4%, le tout dans une faible volatilité. Faut-il considérer que la crise affectant l'Europe du Sud est terminée ?

Ce serait aller un peu vite. En apparence les choses vont mieux, les CDS sur les banques italiennes et espagnoles ont également baissé, les indices boursiers progressent. Mais qu'en est-il de l'économie réelle ? La production industrielle, l'investissement, le crédit aux ménages et aux entreprises, et les permis de construire, qui se sont écroulés lors de la crise de 2008, demeurent atones et ne montrent aucun véritable signe de redémarrage. Le chômage explose, les faillites d'entreprises également, ainsi que le taux de défaut des ménages sur les crédits immobiliers. Pour ce dernier indicateur, également déterminant pour la santé des banques, le montant des créances douteuses en Espagne est estimé à 192 milliards d'euros et en Italie à 150 milliards d'euros. On

rappelle que le plan d'aide européen accordé en juin 2012 aux banques espagnoles se montait à 41 milliards d'euros, on est donc loin du compte et il faut espérer qu'elles pourront générer suffisamment de revenus et de bénéfices pour couvrir ces charges... En Italie, l'une des plus importantes banques, et la plus ancienne du monde, Monte dei Paschi, a repoussé à juin l'augmentation de capital de 3 milliards qu'elle devait faire en décembre, ce qui fragilise dangereusement l'établissement.

Quelle sont les bonnes nouvelles, quels sont les indicateurs à la hausse ? Le prix des maisons, les marchés actions nous l'avons dit, et bien sûr les obligations souveraines (la baisse des taux, de 7 à 4% traduit le fait que leur prix augmente). Voilà qui ressemble à une bulle ! Peut-on trouver une bonne nouvelle "réelle" ? Les profits des entreprises espagnoles progressent nettement et dépassent leur niveau d'avant-crise, ceux des entreprises italiennes remontent, eux, plus mollement. Rassurons-nous en se disant qu'il s'agit là d'un indicateur avancé, mais c'est tout de même léger.

Et puis une dette souveraine à 4% ce n'est pas non plus l'eldorado, ce n'est même pas soutenable à long terme si la croissance du PIB demeure proche de zéro, ce qui est le cas, et si le déficit budgétaire persiste, ce qui est également cas dans ces deux pays.

Et on sait comment a été obtenue cette baisse des taux : par le déluge de liquidités déversées par la BCE lors des LTRO de décembre 2011 et février 2012 (au total 1.000 milliards d'euros prêtés aux banques européennes à 3 ans et à 1% l'an seulement) et dont les banques italiennes et espagnoles ont largement profité, notamment pour acquérir de la dette de leur Etat, ce qui a enclenché la baisse des taux.

En conclusion nous sommes ici surtout face à un phénomène bullaire, trop peu d'éléments réels permettent d'être optimiste. Et puis les LTRO arrivent bientôt à échéance, en décembre de cette année et au mois de février suivant. Nous verrons bien si les banques parviendront à rembourser, sinon on risque de reparler de l'Italie et de l'Espagne dans des termes plus inquiétants.

Crise des pays émergents : après la pseudo reprise mondiale, retour à la dure réalité

Le 30 janvier 2014

"C'est tout le scénario de reprise mondiale qui est remis en question." Voici le cri du cœur d'un analyste bancaire parisien cité par Le Figaro vendredi dernier après la chute des marchés actions à travers le monde : car revoici le spectre d'une crise des pays émergents. Un véritable raz de marée a en effet balayé les devises émergentes : le peso argentin a perdu 20% de sa valeur par rapport au dollar depuis le début de l'année, la livre turque 30% sur les douze derniers mois. Le peso mexicain, le real brésilien et le rand sud-africain sont également plongés dans la tourmente.

Les pays émergents, ce n'est plus l'eldorado ! Et le principal d'entre eux, la Chine, marque des signes d'essoufflement, tout le monde commence à se rendre compte que sa croissance marque le pas. A cela s'est rajoutée la menace d'un défaut de paiement de la principale banque du pays, ICBC. Celle-ci vantait en effet les mérites d'un fonds promettant 10% de rendement par an, une performance nettement supérieure aux livrets bancaires classiques, mais une promesse qui s'est volatilisée, l'argent récupéré n'ayant pas servi à exploiter une mine, comme prévu. Bien que l'ayant commercialisé, ICBC a refusé au début toute responsabilité directe dans le produit incriminé, avant finalement de trouver un accord évitant les pertes en capital pour les clients. Les autorités au plus haut niveau sont intervenues pour éviter une crise de confiance, mais

cette affaire illustre les dangers du shadow banking qui a pris, en Chine, une ampleur insoupçonnée.

Les marchés plongent, mais déjà depuis plusieurs mois les inquiétudes étaient latentes. "Pays émergents : fin de partie ? " avions-nous écrit le 22 août 2013 où déjà des mouvements de retrait de capitaux apparaissaient. Nous assistons à une cristallisation des craintes, à une amplification de la défiance, à une accélération de la crise. En Argentine, la banque centrale ne cherche même plus à la défendre le peso, préférant garder ses devises pour permettre l'achat des produits de première nécessité devant être importés. Résultat le cours du peso s'effondre encore et les 28% d'inflation en 2013 risquent fort d'être dépassés en 2014.

Faut-il craindre un effet de contagion aux pays industrialisés ? Pas du tout s'empresse d'affirmer plusieurs responsables européens par la voix de l'AFP, comme par exemple le président de l'Eurogroupe Jeroen Dijsselbloem : "Je ne pense pas qu'il y aura une quelconque contagion des risques pesant sur les économies émergentes vers la zone euro." Vraiment ? Même pas à l'Espagne et au Portugal, dont les économies sont très liées à celles de l'Amérique latine ? Effectivement, dans un tel cas, s'en serait définitivement terminé de la si timide et si discrète reprise économique que l'on nous annonce avec insistance, comme s'il fallait y croire de toutes ses forces pour qu'elle advienne vraiment.

Est-ce un phénomène secondaire ou une première bulle qui commence à éclater, avant bien d'autres ? Nous verrons bien, même si nous penchons pour la seconde branche de l'alternative, mais cette crise témoigne de la fragilité de l'économie mondiale. Elle montre aussi que les banques centrales peuvent totalement perdre le contrôle de la situation et se révéler impuissantes face à la glissade de leur monnaie et au dérapage des prix. Cela peut-il servir d'avertissement à la Banque du Japon, à la Fed et à la BCE ?

Bernanke diminue le QE avant de quitter la Fed : est-ce durable ?

Le 5 février 2014

La Fed entame donc la réduction de son Quantitative easing (QE). De 85 milliards de dollars par mois, la "planche à billets" a ralenti à 75 milliards il y a un mois, puis à 65 milliards mercredi dernier. Pour bien comprendre ce qui se passe, il faut savoir que ce QE, lorsqu'il tournait à son rythme de croisière de 85 milliards de dollars par mois, se partageait entre 45 milliards d'achat de bons du Trésor et 40 milliards d'achat aux banques de crédits hypothécaires (MBS, Mortgage-backed security). C'est le premier poste qui diminue, et passe donc de 45 à 20 milliards, tandis que le second se maintient au même niveau.

La baisse des achats de bons du Trésor s'explique par la diminution du déficit budgétaire, qui est passé du niveau abyssal de 10% du PIB en 2009 (comme la Grèce en proportion, plus de 1.000 milliards de dollars) à 7% en 2012, avec une prévision (optimiste) de 4% en 2013-2014 (l'année budgétaire commence en septembre). Par contre, le maintien des 40 milliards d'achats de crédits hypothécaires démontre que les bilans bancaires sont encore remplis de créances immobilières douteuses que seule la Fed accepte d'acquiescer.

Il faudra observer la suite et voir si Janet Yellen suivra cette inflexion de Ben Bernanke, maintenant qu'elle dirige officiellement la Fed depuis le 31 janvier, car à ce rythme (- 10 milliards par mois) le QE sera ramené à zéro cet été. Cependant les créances immobilières pourries des banques seront, au moins en partie, encore présentes ; pourront-elles le supporter seules ? Le déficit budgétaire n'aura bien sûr pas disparu cet

été, l'Etat fédéral pourra-t-il se financer intégralement sur les marchés sans faire monter les taux ? Voici de lourdes interrogations.

D'autant que ce repli du QE est justifiée par Bernanke par la baisse du taux chômage (6,7%) dont chacun sait qu'il est moins provoqué par des créations d'emplois que par le découragement des chômeurs et leur sortie des statistiques. Ce repli du QE est aussi expliqué par le retour de la croissance, qui dépasse certes les 2% annuels mais demeure balbutiante. Il existe surtout un "effet richesse" provoqué par la hausse de Wall Street, mais pas de véritable redémarrage de l'investissement des entreprises... Tout ceci est bien fragile.

Ben Bernanke n'a-t-il pas fait un cadeau empoisonné à celle qui lui succède ? N'a-t-il pas enclenché une baisse pour partir avec une image positive, tout en sachant qu'elle n'était pas tenable ? Et puis cet hypothétique arrêt complet du QE laisserait entier le problème de toutes ces liquidités injectées dans l'économie à la faveur des différents plans de Quantitative easing depuis mars 2009 et qu'il faudra retirer un jour (en vendant ces bons du Trésor et ces MBS que la Fed a acheté). Le bilan de la Fed dépasse les 4.000 milliards de dollars, soit un quart du PIB des Etats-Unis, contre moins de 1.000 en 2007 avant la crise. Ces 3.000 milliards de liquidités constituent une menace pour la stabilité des prix, et pour l'économie tout court. D'un autre côté les risques demeurent, dans les bilans bancaires, dans la bulle du Dow Jones, dans l'absence de véritable reprise. Et la crise des pays émergents vient encore assombrir les perspectives. Oui, cela ressemble à un cadeau empoisonné.

Menaces sur les comptes bancaires, suite : vers des faillites préventives ?

Le 12 février 2014

Nous avons évoqué il y a un mois, le 16 janvier exactement, les menaces pesant sur les comptes bancaires après les prises de position inquiétantes de l'Union européenne, du FMI et du Comité de Bâle, l'instance chargée d'élaborer les normes prudentielles pour les banques. Voici un nouvel élément à verser au dossier : la déclaration de la française Danièle Nouy, présidente du mécanisme de supervision bancaire européen (placé sous l'autorité de la BCE), chargé d'effectuer les stress-tests bancaires dans le courant de cette année et dont les résultats seront annoncés en novembre.

Oui bien sûr, les stress-tests bancaires réalisés jusqu'ici par l'Union européenne n'ont été qu'une vaste blague, les banques irlandaises et Dexia les avaient brillamment passés peu de temps avant de se déclarer en faillite. Mais cette fois le ton a l'air de changer. Dans une interview au Financial Times sur la santé du système bancaire européen, Danièle Nouy affirme en effet tranquillement : "Nous devons admettre que certaines banques n'ont pas d'avenir". Tout simplement. Elle ajoute ensuite qu'elle ne croit pas à des fusions de banques bien portantes avec d'autres plus fragiles, et qu'il faudra donc procéder à la faillite organisée de ces établissements.

Le message a le mérite d'être clair. Ces paroles martiales indiqueraient-elles un changement de point de vue du superviseur bancaire ? Formulons une hypothèse : les stress-tests bancaires seraient cette fois utilisés pour détecter les banques les plus malades et les déclarer en faillite avant même qu'elles puissent le faire elles-mêmes et ainsi alerter les déposants et propager la panique. D'autant que, comme nous l'avons dit, une autre personnalité éminente (Sabine Lautenschläger, vice-présidente de la Bundesbank et candidate au directoire de la BCE), a récemment déclaré que la zone euro devait être capable de définir en l'espace d'un week-end un plan de restructuration d'une

banque en péril. Ainsi, avant même que les difficultés d'une banque soient vraiment connues et médiatisées, la faillite serait prononcée par le superviseur bancaire, et les comptes des déposants ponctionnés, le tout en 48 heures, conformément au nouveau mode de règlement des crises bancaires que fait avancer l'Union européenne. Ce serait en quelque sorte la "faillite préventive" (comme George Busch avait ses "guerres préventives").

Ce changement de ton explique-t-il l'agitation qui règne en ce moment en Italie ? Comme s'il fallait se dépêcher de régler les problèmes en interne avant que la BCE armée de sa "supervision" ne débarque, le gouvernement et la banque centrale italienne s'affrontent pour savoir s'il faut ou non créer une "bad bank" de façon à soulager les banques de leurs créances douteuses. Les banques italiennes se trouvent en effet confrontées à une forte augmentation de ces prêts "non performants" (149,6 milliards d'euros, soit 9% de l'ensemble des crédits). UniCredit et Intesa Sanpaolo étudient actuellement la possibilité de céder des créances pourries à des fonds anglosaxons, tandis que Monte dei Paschi cherche de l'argent frais.

Et ailleurs ? En France plusieurs articles pointent le manque de fonds propres du Crédit Agricole et de la Société Générale, mais on ne signale pas de déclarations publiques pour l'instant. En Espagne, le gouvernement affirme ne plus avoir besoin de l'aide de l'Europe, il est vrai que les banques espagnoles ont reçu près de 70 milliards d'euros d'aides de Madrid et 41,3 milliards d'euros par l'intermédiaire du programme d'aide européen. Mais les créances douteuses augmentent et la Banque d'Espagne prévoit qu'elles s'élèveront à 15 % en 2014 avant de commencer à diminuer en 2015... Bref, nombre de banques européennes restent fragiles, et le couperet risque de tomber plus vite qu'on ne le pense.

Un début de retour du contrôle des changes en Europe ?

Le 20 février 2014

La presse italienne, comme *Il Sole 24 Ore*, rapporte une décision inquiétante du gouvernement : désormais, chaque Italien qui recevra de l'argent de l'étranger se verra confisqué automatiquement 20% de cette somme, et pour les récupérer, il devra apporter la preuve qu'il ne s'agit pas de revenus non déclarés ou d'argent blanchi. Contre les principes élémentaires du droit, la charge de la preuve est inversée ! Et qui plus est, ce décret est applicable rétroactivement au 1^{er} février 2014. Précisons que seuls les particuliers sont concernés, pas les entreprises.

On pensait naïvement que l'Union européenne nous protégeait de ce genre d'oukases, de décisions unilatérales remettant en cause la libre circulation des capitaux, ou de l'inversion de la charge de la preuve faisant de tout à chacun un coupable en puissance devant justifier son innocence, une situation typique des régimes non-démocratiques. Mais non, cela vient de se produire en Italie !

Il s'agit clairement d'une nouvelle taxe, qui franchit en l'occurrence un degré supplémentaire dans la perversité bureaucratique puisqu'elle joue sur la culpabilisation du citoyen de base qui devra se justifier face au fonctionnaire du fisc, on lui souhaite bonne chance. Mais il s'agit aussi d'une forme de contrôle des changes. Entendons-nous bien, un contrôle des changes a pour objectif d'empêcher l'argent de sortir du pays, alors qu'ici ce nouveau dispositif va plutôt gêner son entrée. Mais, sur le principe, il rétablit une frontière là où elle n'existait pas, avec un contrôle inquisitorial de l'administration. Si d'autres pays européens suivent l'Italie, cela aboutira concrètement à un contrôle des changes. Et l'Italie ne s'arrêtera peut être pas en si bon chemin...

Là encore Chypre a servi d'expérimentation. Car il faut le savoir, depuis la crise d'avril 2013 et la ponction opérée sur les comptes bancaires de plus de 100.000 euros, un contrôle des changes a été instauré, et il demeure toujours en place. Les transferts de fonds vers le reste du monde, y compris la zone euro, restent sévèrement limités et ne peuvent s'effectuer qu'au compte-goutte. Une situation qui va à l'encontre de ce pour quoi a été construit l'euro ! Mais bon, les gens ne descendent pas dans la rue, les instances juridiques européennes (comme la Cour de justice) ne se manifestent pas, en conséquence l'idée avance.

Nous parlons ici régulièrement de saisie sur les comptes épargne des particuliers en cas de nouvelle crise bancaire (les bail-in), mais il faut bien comprendre que ce mécanisme ne va pas sans un minimum de contrôle des changes, de façon à empêcher ceux qui le voudraient de s'enfuir. Après Chypre, voici un nouvel élément de ce dispositif qui marque un renforcement du contrôle des Etats sur les économies des citoyens européens. Il faudra surveiller attentivement si des initiatives de ce type sont mises en place en Europe, mais cette décision ne peut pas manquer d'inquiéter l'épargnant.

Les chiffres macroéconomiques cherchent souvent à masquer la misère de l'économie réelle

Le 27 février 2014

La Grèce continue de sombrer : deux millions de prêts ne sont plus remboursés (c'est-à-dire sont en impayés depuis trois mois au moins). Dans le détail, selon les banques grecques, on dénombre 800.000 prêts à la consommation, 900.000 cartes de crédit, 100.000 prêts à des PME et 300.000 prêts immobiliers. En proportion, c'est le quart des crédits du système bancaire grec qui sont techniquement en défaut.

Comme on s'en doute, cela se traduit par d'importants besoins en fonds propres des banques, tout simplement pour leur éviter de faire faillite. De 4,5 à 6 milliards d'euros selon le gouvernement, ou peut être plus sûrement 15 milliards selon le FMI, d'après une indiscretion rapportée par le *Financial Times*. Et on rappelle que le fonds de secours européen pour les banques grecques se montait à 50 milliards d'euros et que déjà 40 ont déjà été consommés...

Pourtant au niveau macroéconomique, les résultats semblent plus présentables : la croissance devrait revenir en 2014, après six années de récession, et le budget de l'Etat pourrait même afficher un excédent d'un milliard d'euros. C'est surtout ici une question d'habillage, quelques bons résultats "macros" pour cacher la misère "microéconomique", celle qui est pourtant bien réelle. Ces prévisions plutôt enviables cherchent à rassurer l'investisseur international qui se limite aux données globales.

On voit le même phénomène en Italie et en Espagne, où quelques chiffre "macros", des prévisions le plus souvent, donnent l'image d'une économie qui redémarre. Mais en creusant un peu on se rend compte, comme en Grèce, que le taux de défaut sur les prêts continue d'augmenter. Comment une économie qui redémarre, nous explique-t-on, peut-elle voir son taux de chômage, ses faillites d'entreprises, et les impayés sur les crédits continuer de progresser ?

Il en va de même en France. 2013 a été une année record pour les faillites d'entreprises, le chômage continue d'augmenter, mais les résultats macroéconomiques cachent la misère : pas de récession en 2013, et le gouvernement annonce une légère reprise en 2014. Formidable, faisons la fête. Mais là encore on note un hiatus entre l'habillage fait de chiffres provenant de la comptabilité publique, et la réalité économique. A défaut

d'être de bons gestionnaires, les gouvernements maîtrisent parfaitement l'outil statistique.

Dans l'histoire des reprises économiques, il n'est jamais arrivé qu'une croissance qui redémarre voisine avec des faillites d'entreprises en hausse et une progression des taux de défaut sur les crédits ! Mais on connaît plusieurs moyens utilisés pour enjoliver les chiffres macroéconomiques : c'est notamment la prise en compte du secteur public, gonflé par les déficits, qui fait remonter le PIB en territoire positif. Les prestations sociales, elles aussi financées à crédit, permettent à la consommation des ménages de ne pas s'écrouler suite à l'explosion du chômage. Les projets publics en infrastructures font remonter les dépenses d'investissement, etc. Mais tout cela est financé par la dette publique, et la facture n'en sera un jour que plus lourde.

Il n'y a toujours pas de reprise économique aux Etats-Unis !

Le 6 mars 2014

Nous l'avons déjà dit mais nous allons le répéter : IL N'Y A PAS DE REPRISE DE L'ECONOMIE AMERICAINE ! Voilà. La "reprise", on nous l'avait pourtant bien vendue ces derniers mois, les médias faisaient tourner l'information en boucle, plus personne ne devait en douter. Les chiffres trimestriels de la croissance semblaient le confirmer : en effet, sur deux trimestres de suite, les troisième et quatrième trimestres 2013, le PIB des Etats-Unis avait affiché une croissance supérieure à 3%, victoire !

Malheureusement le chiffre du quatrième trimestre n'était qu'une prévision et il a été revu en baisse, plutôt sèchement puisque l'on passe de 3,2% à 2,4%. Cependant, comme on pouvait s'y attendre, cette révision a fait quelques lignes dans les médias et a vite été effacé par le flot de l'actualité. Il est pourtant important de le signaler, être bien informé commence par ne pas se limiter aux gros titres de la presse.

Dans le passé, par deux fois, on a pu noter deux trimestres de suite à plus de 3% (2^e et 3^e trimestres 2010, 4^e trimestre 2011 et 1^{er} trimestre 2012), faisant naître l'espoir d'une reprise, mais à chaque fois la tendance s'est essouffée. A chaque fois les médias nous ont vendu la sortie de crise !

On nous fait le coup depuis mars 2009, date à laquelle les cours des actions à Wall Street ont commencé à se redresser après la grande glissade déclenchée le 15 septembre 2008 par la faillite de Lehman Brothers. Et pourquoi les cours boursiers ont-ils commencé à remonter en mars 2009 (cela fait exactement 5 ans aujourd'hui) ? Parce que le plus dur de la crise était derrière nous et que les perspectives devenaient plus encourageantes, comme on nous l'expliquait à l'époque ? Pas du tout. C'est pour une raison bien simple : à cette date la Fed a commencé son premier plan de Quantitative easing (QE).

Depuis mars 2009 le QE soutient les bonnes performances de Wall Street. A chaque fois que le QE s'arrête, ou simplement diminue comme en ce moment, la bourse flanche ou devient indécise. Cela démontre qu'il n'existe pas de véritable reprise économique endogène, auto-entretenu (investissements-profits-salaires), mais seulement des bulles sur un certain nombre d'actifs (actions, obligations notamment) et qui créent un effet richesse artificiel chez leurs détenteurs.

Il faut voir les choses de l'autre côté : malgré un QE de 65 milliards de dollars par mois et un déficit budgétaire important (de plus de 4% du PIB), la croissance dépasse péniblement les 2%... Sachant que la population américaine augmente au rythme de 1% par an, cela correspond à une croissance réelle de 1%. A condition que les chiffres soient vrais mais c'est un autre problème (l'inflation est sous-estimée, si on lui rajoute ne

serait-ce que 2% on passe en croissance zéro car celle-ci est calculée en soustrayant l'augmentation nominale du PIB de la hausse des prix). Bref, la situation n'est pas encourageante. Pendant ce temps là, ce qui progresse de façon certaine par contre, ce sont les dettes et les risques.

Comment le Quantitative easing et le rachat d'actions se renforcent l'un l'autre

Le 13 mars 2014

Aux Etats-Unis en 2013, le rachat d'actions a battu tous les records : les entreprises cotées ont acheté pour 600 milliards de dollars de leurs propres actions. Depuis 2009 c'est plus de 1.000 milliards qui ont ainsi été rachetés, soit environ 10% de la capitalisation boursière, c'est dire l'ampleur du phénomène. Les entreprises qui marchent bien, ou plus simplement qui réduisent leurs coûts, accumulent du cash, mais comme les perspectives de croissance sont faibles, elles n'investissent pas et se retrouvent avec une trésorerie disproportionnée. Le meilleur exemple est Apple qui posséderait 160 milliards de dollars de liquidité et qui, après bien des réticences, a commencé à racheter ses propres actions, pour 40 milliards jusqu'ici. Un rachat d'actions se traduit normalement par une hausse du cours : la valeur de l'entreprise ne bouge pas, mais le nombre d'actions diminue, donc le prix de chaque action doit monter. Il s'agit d'un cadeau fait à l'actionnaire.

L'ampleur de ces rachats d'actions apporte un indice supplémentaire de l'absence de véritable reprise économique aux Etats-Unis. Mais ce chiffre de 600 milliards de dollars doit aussi être mis en regard d'un autre : les 1.020 milliards de dollars créés par la Fed durant l'année 2013 avec son plan de Quantitative easing (85 milliards par mois multiplié par 12). D'un côté la Fed crée de la monnaie papier, de l'autre les entreprises détruisent du papier, pas la monnaie bien sûr mais leurs actions. D'un côté de la liquidité est créée, de l'autre elle est détruite, comme s'il fallait compenser.

En fait les deux phénomènes se renforcent l'un l'autre pour pousser à la hausse le cours des actions. Sur les 85 milliards du QE sur 2013, 45 servent à acheter des bons du Trésor et ainsi à financer le déficit budgétaire, et 40 servent à racheter des crédits hypothécaires (MBS, Mortgage-backed security) de mauvaise qualité aux banques, de façon à soutenir le marché immobilier. Ainsi, 40 milliards de dollars vont dans la poche des banques, qui peuvent par surcroît emprunter auprès de la Fed à 0%. Ensuite les banques replacent ces liquidités sur les marchés, notamment à Wall Street, ce qui fait monter les cours. Puis les entreprises rachètent leurs propres actions, ce qui fait encore progresser les cours... C'est une fusée à deux étages en quelque sorte, la quantité de dollars en circulation augmente, et simultanément la quantité de titres diminue.

La liquidité, elle transite par le marché actions et se retrouve dans les poches des actionnaires, c'est-à-dire des ménages disposant d'un patrimoine conséquent, ou des sociétés et des fonds. Pour ces ménages cela produit ce qu'on appelle un "effet richesse", une augmentation de leur patrimoine, mais basé sur de la liquidité excédentaire, c'est-à-dire une bulle. Ce mécanisme est bien sûr très instable. Une partie de cet argent est dépensé et il provoque un petit surcroît de croissance économique, ce qui permet ensuite à la Fed, aux politiques et aux grands médias de claironner que l'économie reprend ; mais tout cela n'est qu'un jeu d'ombres.

Il est amusant de voir que la Fed et les grandes entreprises, en l'occurrence, ne répondent pas à leur fonction première (garantir la valeur de la monnaie, investir et augmenter ses profits), et préfèrent manipuler ce dont elles ont la responsabilité et qui

doit servir de mesure objective (le dollar, les actions). Comme si face à la déprimante situation de l'économie réelle, il ne restait plus que des subterfuges.

Manipulations du Forex et du Libor : les banques centrales à la manœuvre, comme pour l'or ?

Le 20 mars 2014

Le scandale de la manipulation du marché des changes (Foreign Exchange ou Forex) ne cesse de prendre de l'ampleur. En 2013, plusieurs grandes banques (Barclays, Deutsche Bank, UBS, Royal Bank of Scotland et HSBC) ont provisionné 16,4 milliards d'euros pour couvrir les "dépenses légales", c'est-à-dire le montant probable des amendes qu'elles devront payer après leurs procès. Pour 2014, cinq des plus grandes banques européennes devraient provisionner entre 8,5 et 10,5 milliards d'euros pour cette même raison selon le *Financial Times* du 10 mars.

Les traders-manipulateurs du Forex s'entendaient via leur messagerie instantanée pour placer des ordres un court laps de temps précédant la fixation du cours des devises, et ainsi en tirer partie. Les sommes en jeu sont tellement gigantesques (5.300 milliards de dollars de transactions quotidiennes) que le plus faible écart de cours devient significatif. L'enquête se concentre sur la City de Londres, la première place mondiale pour les changes de devises, mais elle s'étend également à l'Europe continentale, aux Etats-Unis et à l'Asie. A priori, aucune grande banque internationale ne devrait y réchapper.

Mais cette affaire franchit encore un degré de gravité avec la mise en cause de rien de moins que la Banque d'Angleterre elle-même ! Le gouverneur de la banque centrale, Mark Carney, a été interrogé le 11 mars par la Commission des Finances de la Chambre des Communes et il a dû s'expliquer sur l'attitude pour le moins ambiguë du chef du département "devises", Martin Mallett, qui a été suspendu en attendant les résultats de l'enquête interne. Il apparaît que ce dernier a été mis au courant du comportement frauduleux d'un certain nombre de traders mais qu'il n'a pas donné suite...

La mise à jour de ces manipulations sur le Forex fait suite à celles sur le Libor et l'Euribor. Ces malversations de grande ampleur se sont étendues sur plusieurs années, toutes les grandes banques internationales sont concernées, et les banques centrales n'en sauraient rien ! Difficile d'y croire.

Les spécialistes qui suivent le marché de l'or dénoncent depuis longtemps l'intervention directe des banques centrales de concert avec les grandes banques d'affaires. Pendant longtemps ils sont passés pour des hurluberlus ou des adeptes de la théorie du complot, mais dans ce domaine aussi des preuves apparaissent, des enquêtes sont lancées, des condamnations sont prononcées. Le *London gold fix* est manipulé depuis 10 ans explique Bloomberg. Finalement, les défenseurs de l'or étaient des précurseurs, ils avaient compris bien avant les autres que les prix étaient manipulés, et on découvre maintenant l'ampleur de ce mensonge : il est colossal car le Libor et le marché des changes concernent des volumes gigantesques et servent de référence à une multitude de produits financiers, jusqu'à votre emprunt immobilier.

Ironie de l'histoire, c'est l'or, la "relique barbare", démonétisé et rangé au rayon des accessoires, selon ceux qui pensaient pouvoir s'en passer, qui a joué le rôle d'aiguillon. Il reste encore beaucoup à découvrir, mais plus on va s'approcher des banques centrales, plus on va s'amuser.

Face à une dette publique gigantesque, les Japonais commencent à changer d'attitude par rapport à l'or

Le 27 mars 2014

Au Japon tout va mal : le déficit commercial se creuse, la croissance ne redémarre pas, la dette publique continue d'augmenter. Pourquoi une telle situation ? Tokyo mène-t-il une politique économique à part, différente des autres grands pays industrialisés ? Non au contraire, et c'est le plus inquiétant, il fait la même, mais en pire !

Lorsque Shinzo Abe a pris le pouvoir en décembre 2012, et il affiché sa volonté d'accentuer les politiques laxistes menées jusqu'alors : encore plus de déficit budgétaire, et encore plus de planche à billets. Plus de déficit pour soi-disant soutenir la demande, mais on ne voit rien venir du côté de la croissance. Plus de planche à billets pour financer le déficit, mais aussi pour enclencher une dévaluation du yen (qui a perdu 20% par rapport au dollar sur 2013) et ainsi relancer les exportations. Mais les choses ne sont jamais aussi simples : les exportations ont à peine progressé, par contre le coût des importations s'est nettement relevé, et au final le déficit commercial s'est creusé !

Une chose va mieux, tout de même : l'indice Nikkei connaît une belle remontée depuis le début de l'année 2013. Piètre consolation, et c'est bien sûr surtout une bulle, le seul résultat que parvient à obtenir la création monétaire de la banque centrale.

Le Japon a de l'avance sur nous : il a connu sa grande crise (éclatement de la bulle immobilière et boursière) au début des années 90. Depuis il mène une politique laxiste que le nouveau Premier ministre a simplement accentuée. Le résultat c'est une dette publique équivalant à plus de 240% du PIB, un chiffre stupéfiant (le double de l'Italie, la Grèce c'est "seulement" 160%). Comment le pays supporte-t-il cette dette ? En l'achetant massivement tout simplement. Les Japonais ont une épargne très élevée et ils l'investissent en bons du Trésor, dans lesquels ils ont confiance, si bien qu'ils détiennent 93% de cette dette. Nul besoin de convaincre des investisseurs étrangers, l'épargne nationale suffit.

Cependant ce modèle commence à donner des signes de craquement. La proportion de Japonais en retraite augmente et, mécaniquement, le taux d'épargne diminue. Plus fondamentalement, les doutes face à cette politique de dette publique et de planche à billets doivent certainement commencer à grandir au sein de la population.

On note d'ailleurs une autre évolution, qui demeure marginale en volume, mais malgré tout révélatrice : les Japonais se remettent à acheter de l'or (les particuliers, pas la banque centrale). Si l'on en croit le "Gold Demand Trends Full Year 2013" du World Gold Council, "pour la première fois depuis 2005, après sept ans de demande nette négative (générant des sorties cumulées de 266 tonnes) les investisseurs japonais ont généré une demande d'investissement nette positive pour trois trimestres consécutifs en 2013." (page 12)

Jusqu'ici le Japon faisait plutôt figure d'exception au sein d'une Asie friande d'or (Chine, Inde, Vietnam, Thaïlande, Indonésie), même de bizarrerie puisque les japonais se débarrassaient de leur or, au point que le pays affichait une balance négative. Ce temps semble être révolu, une prise de conscience a eu lieu au cours de l'année 2013. Indique-t-elle un changement de grande ampleur ? Il est bien sûr trop tôt pour le dire mais, manifestement, face à une dette publique qui semble défier les lois de la gravité, un peu de bon sens monétaire refait son apparition au pays du soleil levant.

Pourquoi veut-on nous faire croire que la déflation est le mal absolu ?

Le 3 avril 2014

Au fait, pourquoi la déflation serait-elle une horreur intégrale ? Les journalistes, les économistes, les politiques, les présidents de banque centrale nous mettent tous en garde contre une baisse généralisée et durable des prix, ce serait l'apocalypse expliquent-ils. Cette unanimité est troublante, méfions-nous. Pourtant quand les prix baissent c'est sympa, on peut acheter plus ! Le prix des écrans plats baisse, ainsi que celui du matériel électronique en général, par moment le prix de l'essence reflue, et le ralentissement des pays émergents devrait calmer les cours des matières premières, faut-il s'en plaindre ? Pourquoi le consommateur devrait-il craindre une baisse des prix ?

Si tout de même, il y a bien quelqu'un qui est angoissé par la baisse généralisée des prix : celui qui est très endetté. Sa dette, en effet, voit son poids relatif augmenter au fur et à mesure que les prix baissent, sa valeur nominale ne bouge pas mais elle devient proportionnellement plus lourde quand partout autour les prix refluent. Pour un surendetté, un recul prolongé des prix signe son arrêt de mort. Et qui est concerné ? Les pays industrialisés, les Etats-Unis, l'Europe et le Japon. Voici la véritable raison, les Etats surendettés. Ensuite ils "vendent" cette peur à tout le monde pour masquer le fait qu'ils en sont les seuls à en payer le prix.

On voit ensuite courir sur les plateaux de télévision des économistes qui nous expliquent que la baisse des prix entraîne automatiquement une récession, une chute du PIB. Pourquoi ? Parce que les consommateurs reportent leurs achats en attendant que les prix baissent encore... La bonne blague. Ces économistes possèdent donc la capacité de se retenir de s'alimenter, de s'éclairer, de se chauffer, de se déplacer pendant plusieurs mois de façon à bénéficier de la baisse des prix ? On applaudit la performance mais elle ne nous semble pas à la portée du commun des mortels.

Et pour les biens non nécessaires, comme les écrans plats par exemple ? Les premiers étaient effectivement très chers, mais les consommateurs s'en sont-ils détournés dans l'attente de prix plus raisonnables ? Nullement, au départ ceux qui bénéficiaient de revenus élevés s'en sont achetés, puis les prix ont baissés, élargissant ensuite le public potentiel, et ainsi de suite jusqu'à aujourd'hui où ils sont à la portée d'à peu près tout le monde. Ce que l'on décrit là n'est rien d'autre que le processus de toutes les innovations technologiques, chères lors de leur lancement puis bon marché ensuite. Cette histoire de report des achats est une fable.

La monnaie-papier nous a habitués à l'inflation, mais comme Ron Paul le fait remarquer, durant l'étalon-or, aux Etats-Unis, les prix de gros ont chuté de 47% de 1879 à 1900 alors que la croissance économique moyenne atteignait près de 4% par an, preuve qu'il n'y a rien d'antinomique entre les deux. Mais, c'est vrai, à l'époque les gains de productivité n'étaient pas annulés par l'inflation provenant d'une création monétaire ex nihilo.

Ce n'est pas la déflation qui provoque la récession, c'est le contraire. Nos pays, en Europe, au Japon, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis, ont perdu les clés de la croissance et la thrombose de nos économies se manifeste, entre autres, par une désinflation, puis une possible déflation. Les causes en sont multiples mais la principale est le poids démesuré du secteur public qui étouffe les entreprises. Et que comptent faire les Etats pour lutter contre la déflation ? Encore plus de planche à billets et de taux zéro, c'est-à-dire toujours plus de facilité pour financer leurs déficits et leur dette, et donc s'épargner toute remise en question. Ne tombons pas dans ce piège grossier.

Comment le "too big to fail" fausse la concurrence et accroît le risque de crise bancaire

Le 10 avril 2014

On connaît la problématique des banques "too big to fail" (trop grosses pour faire faillite) : leur faillite provoquerait un tel cataclysme économique qu'elles ont l'assurance d'être secourues par l'Etat en cas de déroute, et elles en profitent pour prendre encore plus de risques ! Cet effet pervers, dénommé "hasard moral", rend le système financier dans son ensemble plus instable et plus exposé à la crise.

Dans le troisième chapitre de son dernier "Rapport sur la stabilité financière" d'avril 2014, le FMI revient sur ce phénomène et tente de le mesurer. Car il ne faut pas considérer que le principe "too big to fail" n'aurait d'effets concrets que le jour où la banque se trouverait effectivement en situation de faillite. Comme l'explique fort justement le FMI, c'est en permanence que les grandes banques bénéficient de ce principe, cette garantie implicite leur permet en effet d'emprunter à des taux d'intérêt moins élevés, de lever plus d'argent auprès de plus de clients rassurés par cette garantie étatique, et d'aller chercher des rendements plus risqués, mais plus rémunérateurs.

Le FMI estime ainsi que cette garantie de l'Etat équivaut à une subvention implicite envers les banques de 300 milliards d'euros au sein de la zone euro, 110 milliards au Royaume-Uni, autant au Japon et 70 milliards aux Etats-Unis. Ces calculs valent pour l'année 2012. Ce ne sont bien sûr que des estimations, elles peuvent être discutées, mais leur niveau élevé démontre que cette protection étatique représente un avantage considérable pour ces établissements financiers.

En conséquence tout le jeu de la libre concurrence qui est faussé. Les banques de taille moyenne ou petite doivent, elles, intégrer le risque de faillite et se comporter de façon plus prudente, moins agressive, avec un effet de levier moins important, avec moins de positions risquées sur les marchés. Ce faisant elles sont moins compétitives que les grandes banques systémiques et perdent ainsi des clients à leur profit. Et au final l'instabilité globale du système financier augmente.

Le pire est que la crise de 2008 a renforcé ce phénomène. Plusieurs grandes banques ont été absorbées par d'autres (Bear Stearns par JP Morgan, Fortis par BNP-Paribas, etc.) et leur nombre a diminué. Paradoxalement, la faillite de Lehman Brothers, abandonnée par la Fed et le gouvernement (l'exception à la règle "too big to fail"), a provoqué un tel effondrement des marchés qu'elle a renforcé la croyance que les Etats feront tout pour empêcher que cela ne se reproduise à l'avenir.

Pour lutter contre cet effet pervers, le FMI suggère d'obliger à un renforcement des fonds propres et de contraindre les actionnaires et les créanciers à prendre leurs pertes en cas de faillite. Nous pourrions rajouter la nécessité de sanctionner les dirigeants fautifs et revenir à une séparation entre la banque de dépôt et les activités de marché. Le FMI assure que les gouvernements ont encore un long chemin à parcourir pour "protéger les contribuables [et les épargnants, c'est nous qui rajoutons], assurer l'égalité des chances et promouvoir la stabilité financière", nous sommes bien d'accord !

Le FMI confirme que la situation du secteur bancaire européen se dégrade encore

Le 17 avril 2014

Revenons au *Global Financial Stability Report* du FMI dont nous avons parlé la semaine dernière, mais cette fois au premier chapitre, dans la section concernant les banques européennes (à partir de la page 39). Et le constat que réalise l'institution internationale est plutôt inquiétant puisque, selon elle, les créances douteuses ("non performing loans") que les banques européennes détiennent dans leurs bilans ont doublé depuis 2009, pour passer de 400 à 800 milliards d'euros. Ce sont surtout, on l'aura compris, les banques des pays en difficulté qui sont concernées (Italie, Espagne, Portugal, Grèce).

Une lourde menace pèse donc sur le secteur bancaire des pays du sud, avec tous les risques de contagion que cela comporte pour les pays du cœur. Existe-t-il des raisons que la situation s'améliore ? Non au contraire, affirme le FMI qui estime que 20 à 30% des entreprises italiennes ne dégagent pas suffisamment de cash flow pour payer les intérêts de leur dette. En Espagne et au Portugal, c'est encore pire avec une proportion de 30 à 40% ! Les débiteurs étant eux-mêmes en mauvaise posture, la situation ne peut donc que se dégrader.

Pour l'Allemagne et la France, 15% "seulement" des entreprises ont un cash flow inférieur à leurs frais financiers. La France a pourtant battu en 2013 un record de faillites et son économie s'avère à l'évidence en moins bonne forme que celle de l'Allemagne, à croire que les banques françaises ont la prescience de "couper le robinet" très rapidement, dès que les premières difficultés apparaissent pour leurs entreprises clientes. Quoi qu'il en soit, les systèmes bancaires de ces pays sont moins touchés sur ce point.

A l'aune de ces chiffres on mesure encore mieux l'incapacité chronique des plans de Quantitative easing ou autres LTRO à produire le moindre rebond de l'économie réelle : celle-ci se porte tellement mal, les banques sont déjà tellement empêtrées dans des crédits en perdition, que la dernière chose à espérer est bien une hausse des prêts aux entreprises ! Tout cet argent créé ex-nihilo finit en réserve à la banque centrale ou en spéculation sur les marchés, mais certainement pas en création de richesse. Cet argent a surtout pour utilité de resolvabiliser les banques en leur apportant de la liquidité, alors que ces 800 milliards de créances douteuses auraient déjà dû en envoyer beaucoup sur le tapis.

Par ailleurs ces chiffres sont à évaluer dans le contexte actuel de taux d'intérêt les plus faibles que l'on puisse trouver dans ces dernières décennies. Une remontée significative des taux alourdirait le coût de ces crédits, la proportion des entreprises passant la tête sous l'eau augmenterait encore et les créances douteuses exploseraient, dégradant encore plus la situation de nombreuses banques...

Enfin ces chiffres, ceux concernant les entreprises comme ceux des banques, montrent bien qu'il n'y a aucune véritable reprise économique auto-entretenu en Europe (excepté l'Allemagne exportatrice), et que c'est seulement la consommation des ménages dopée par de la dette publique qui parvient à sauver les apparences. Décidément le secteur bancaire européen nous réserve encore de mauvaises surprises...

Jeu dangereux : la France joue avec les mots à propos de son déficit

Le 24 avril 2014

"50 milliards d'économies", voici ce qu'a annoncé Manuel Valls, le nouveau Premier ministre, le 15 avril. L'annonce claque comme un drapeau au vent, après tant de tergiversations la France prend enfin conscience de sa situation difficile et décide d'agir vigoureusement, jamais depuis 40 ans les dépenses publiques n'ont diminué et pour la première fois cela va se produire, la spirale du déficit et de la dette est désormais stoppée, bravo ! Enfin, voici surtout comment le gouvernement souhaiterait que cette annonce soit perçue, tout spécialement par ceux qui achètent de la dette française, en Europe et dans le monde. On est ici surtout dans la "communication".

Il faut le rappeler, les deux tiers de la dette française sont détenus par des "non-résidents", c'est à dire des investisseurs étrangers, il est donc crucial pour la France de garder leur confiance sinon tout s'écroule. Si ceux-ci se limitent aux gros titres de la presse internationale, ils seront effectivement rassurés par cette annonce et croiront y lire une décrue de la dépense publique et un retour à l'équilibre budgétaire. S'ils creusent un peu le sujet, ce n'est pas certain...

Car que recouvre réellement cette déclaration ? Un pari tellement hasardeux qu'on pourrait parler de mensonge. En effet, contrairement à ce que l'on pourrait penser, il n'y aura aucune diminution de dépense : pas de suppression ou de diminution des prestations sociales, pas de coupes budgétaires, aucune réforme structurelle permettant de générer des économies, aucun grand chantier dispendieux stoppé (TGV Lyon-Turin, éoliennes en mer, métro du grand Paris, plusieurs dizaines de milliards d'euros à chaque fois pour une utilité douteuse), non rien de rien.

Alors d'où vient ce chiffre de 50 milliards ? Manuel Valls a seulement décidé de bloquer toute réévaluation des prestations sociales et des dépenses de l'Etat. Résultat, le chiffre des dépenses publiques en valeur absolue ne bougera pas. Dans le même temps la faible inflation prévue (2%) et une croissance optimiste de l'ordre de 2% dans les prochaines années (exactement 1,7% en 2015, de 2% et 2,25 en 2016 et 2017) continuera de faire progresser les recettes fiscales de l'Etat de l'ordre de 2 à 3% par an. La différence entre cette stagnation des dépenses et cette légère hausse des recettes permettra de dégager 17 milliards d'économies sur les trois ans qui viennent, soit 50 milliards au total.

Car oui bien sûr, ce n'est pas 50 milliards d'économies d'un coup mais 17 milliards sur trois ans, autrement dit vraiment pas grand chose compte tenu du montant total de la dépense publique en France (1.150 milliards d'euros). Et cette économie est gagée sur des prévisions optimistes car la France est touchée par une désinflation que l'on peut voir partout en Europe, et d'autre part les prévisions de croissance s'avèrent exagérément optimistes. Rien ne permet d'imaginer que la croissance ne redémarre prochainement (rentabilité des entreprises au plus bas, investissements faibles, niveau record des faillites). Le scénario largement le plus probable c'est une croissance qui reste bloquée autour de zéro, et à ce moment là "au revoir" les 50 milliards d'économie.

Le président François Hollande est un adepte de la méthode Coué, il a déclaré : "Sur le plan psychologique, il est très important que les Français se disent: "ça peut repartir", car la confiance ramènera la consommation et l'investissement." C'était l'année dernière et depuis rien n'a changé. Pas sûr que grand-chose ne s'améliore en 2014 et 2015. A force de jouer sur les mots et de vouloir tromper son monde, le gouvernement français s'expose à de violentes déconvenues. La chute n'en sera que plus brutale. La France est le pays pivot entre le sud et le nord de l'Europe, une crise de confiance sur sa dette toucherait l'ensemble de la zone euro...

Contrairement à ce que l'on veut nous faire croire, la Grèce continue de sombrer

Le 1^{er} mai 2014

On veut nous faire croire, ces derniers jours, que la Grèce va mieux, que le pays est sur la voie du redressement, et deux preuves irréfutables sont apportées à cette démonstration : le pays dégage un excédent budgétaire primaire, et il a retrouvé un accès des marchés financiers. Voyons ce qu'il en est réellement.

Commençons par ce soi-disant excédent primaire. Celui-ci se définit comme des recettes supérieures aux dépenses, sans que l'on prenne en compte les intérêts à payer pour la dette. Un tel excédent est l'indice d'une situation relativement saine puisqu'il signifie que le train de vie de l'Etat s'autofinance et que seuls les intérêts de la dette font plonger le budget dans le rouge. La France n'y arrive pas, l'Italie tout juste, et maintenant la Grèce à hauteur de 0,8% du PIB. Mais pour obtenir ce résultat, la Troïka (le représentant de la Commission européenne à Athènes) a fait abstraction du plan d'aide "exceptionnel" accordé aux banques grecques ! Au total, le déficit du budget grec pour 2013 s'établit à 12,7% du PIB, mais à 3,2% sans ce plan d'aide, et finalement à +0,8% en enlevant les intérêts de la dette.

En fait la situation de la Grèce se dégrade : le déficit budgétaire passe de 8,9% du PIB en 2012 à 12,7% en 2013, on l'a vu, tandis que la dette publique passe de 157,2% du PIB en 2012 à 175,1% en 2013. Une progression rapide et un taux insoutenable qui rendront inévitable un nouveau plan de restructuration, la croissance quasi nulle ne permettant aucunement de faire face à ces échéances. Le secteur bancaire, lui, est en situation de faillite avec la première restructuration de la dette grecque qui lui a coûté très cher, avec l'effondrement de l'économie (et donc l'explosion du taux de défaut sur les crédits), avec l'épargne qui fuit le pays et, ne l'oublions pas, avec la faillite de Chypre où il était très engagé. Nul doute que le plan d'aide "exceptionnel" de 2013 devra être renouvelé. Mais cela il ne faut pas en parler avant les élections européennes du 25 mai...

Autre "bonne nouvelle", soi-disant, la Grèce a retrouvé le chemin des marchés en plaçant 3 milliards d'euros à 5 ans, à un taux proche de 4,95%. Mais lorsque l'on regarde qui a acquis ces emprunts on note l'absence de toute institution financière européenne (elles se sont fait prendre une fois, pas deux !). Les acquéreurs sont des investisseurs étrangers, certainement des hedge funds qui recherchent le risque (ils vont être servis) et... les banques grecques. Ca en devient comique : l'Etat grec renfloue ses banques en faillite (avec de l'argent européen) qui, en échange du service, acquièrent des bons du Trésor. C'est l'aveugle qui soutient le paralytique.

En réalité la Grèce continue de s'enfoncer sans possibilité de s'en sortir, mais ces deux annonces servent juste à faire illusion avant les élections européennes ainsi qu'à entretenir l'espoir d'une reprise en Europe : si même la Grèce s'en sort, les autres pays européens vont basculer dans la croissance, non ? Eh bien non, il n'y a pas de reprise, et la Grèce va bientôt refaire parler d'elle dans des termes peu avantageux.

Quoi de neuf aux Etats-Unis ? Toujours des interrogations sur la "reprise"

Le 8 mai 2014

Quoi de neuf aux Etats-Unis ? La reprise... qui se fait encore attendre. Qu'on en juge, la croissance au premier trimestre de l'année s'est effondrée à +0,1% seulement. Il y aurait une explication selon la source officielle : la neige. La neige tombe en hiver, mais cette fois un peu plus que d'habitude au point que les Américains n'ont pas pu sortir de chez eux pour faire leurs courses. Les Américains se déplacent en traineaux à chiens comme chacun sait. Les naïfs qui croient une telle explication peuvent garder tranquillement leurs actions, les autres commenceront à se poser quelques questions.

Nous disons ici régulièrement qu'il n'y a pas de véritable reprise auto-entretenu aux Etats-Unis, mais seulement des bulles et des effets-richesses causés par les plans de Quantitative Easing de la Fed, rien de plus. Le dynamisme de l'innovation et le gaz de schiste (dont les promesses sont revues à la baisse) ne peuvent suffire à tirer toute l'économie. Nous attendrons avec intérêt le chiffre du deuxième trimestre pour voir s'il marque un rebond (qui pourrait n'être que technique) ou une confirmation, auquel cas cela commencerait à faire naître de vraies inquiétudes.

Il faut voir aussi comment l'information est mise en scène : le très mauvais chiffre de la croissance au premier trimestre n'est quasiment pas repris et analysé par les médias, comme s'il était aberrant, comme s'il fallait vite l'oublier. Par contre le lendemain on nous sort un chiffre en hausse sur la prévision initiale des créations d'emplois en avril, comme par hasard. Alors, la reprise est là finalement ?

Prenons un peu de recul, on sait comment est obtenu la baisse du taux de chômage officiel : par la sortie des statistiques des chômeurs découragés. Le pourcentage de la population active au travail par rapport à la population totale est passé de 62% en 2007 à 59% aujourd'hui. Seuls 59% des Américains en âge de travailler ont effectivement un emploi. Vu autrement, 102 millions d'Américains en âge de travailler n'ont pas d'emploi. Une autre statistique parlante, 20% des familles aux États-Unis n'ont pas un seul membre qui travaille. Et on veut nous faire croire que le chômage recule ?

De son côté, Janet Yellen a confirmé la baisse du plan de Quantitative Easing de 10 milliards de dollars. Le robinet continue de se fermer petit à petit. Pour le mois de mai, la Fed achètera donc pour 25 milliards de dollars de bons du Trésor et pour 20 milliards de dollars en créances immobilières par mois. Depuis que cette réduction a commencé, le Dow Jones se fait plus hésitant et ne grimpe plus comme avant. Evidemment, le carburant diminue, la suite sera intéressante à observer.

Entre une pseudo-reprise qui patine, un chômage réel qui ne diminue pas, une bourse hésitante et une planche à billets qui ralentit, les Etats-Unis abordent une période cruciale. La rentrée de septembre devrait correspondre à l'extinction complète du plan de Quantitative easing, si à ce moment la reprise n'est pas clairement enclenchée, la période sera à haut risque...

La Buba permettrait finalement à la BCE de faire tourner sa planche à billets !

Le 15 mai 2014

Alors voilà, la Buba craque ! Selon le *Wall Street Journal*, la banque centrale allemande accepterait une action de la BCE en juin si les perspectives d'inflation sont décevantes. La

Buba se range à l'appréciation générale, il faut lutter contre le risque de déflation, il faut faire tourner la planche à billets. Après avoir résisté pendant si longtemps, la Buba cède devant Mario Draghi. Elle cède aussi devant l'ensemble des pays du Sud et la France qui réclament une politique monétaire plus laxiste.

Il n'y aura pas de rachat d'obligations d'Etat, le Traité constitutionnel l'interdit, mais plutôt des acquisitions de prêts bancaires titrisés, autrement dit des crédits aux entreprises mis en tranches, empaquetés, et revendus. Un peu comme les subprimes, qui concernaient du crédit immobilier. De là à penser que des banques européennes en difficulté vont en profiter pour refourguer leurs crédits douteux à la BCE, il n'y a qu'un pas... Les banques espagnoles, portugaises, irlandaises, grecques et italiennes doivent attendre avec impatience l'ouverture de cette possibilité, ce serait pour elles une occasion inespérée d'alléger leur bilan en échange de liquidités.

Ce tournant signifie aussi que la Buba se range à l'avis général qu'il faut relancer (un peu) l'inflation pour soutenir l'activité. C'est grotesque. Comme si la baisse des prix allait casser le peu de croissance résiduelle, alors qu'en réalité elle n'est que le symptôme parmi d'autre de la congestion de nos économies. Il faudrait plutôt s'interroger sur le niveau des impôts, sur le poids de la dépense publique, sur la lourdeur bureaucratique de l'Union européenne et des administrations nationales, sur le manque de compétitivité des économies européennes. Tout cela impliquerait de trop douloureuses remises en cause pour ceux qui nous gouvernent, c'est tellement plus simple de demander à la BCE de faire tourner la planche à billets !

Le pire est que cette politique va avoir des effets bénéfiques au début : les marchés actions vont monter, l'euro va baisser, et tout le monde va être content. Cela va provoquer encore plus de bulles ! Déjà que la baisse des taux sur les dettes espagnoles et italiennes en représente déjà une énorme, en voici d'autres... On va aussi nous vendre l'idée que cela va relancer la croissance. On voit ce qu'il en est au Japon et aux Etats-Unis où nulle véritable reprise n'apparaît à l'horizon.

Ceci dit l'économie allemande se porte très bien (équilibre budgétaire, chômage au plus bas, vigueur des exportations), alors pourquoi la Buba abandonne-t-elle sa légendaire rigueur ? Formulons notre hypothèse : le secteur bancaire européen est dans une plus mauvaise situation qu'on ne le pense, les deux LTRO (deux fois 500 milliards prêtés aux banques à 1% l'an sur 3 ans) de décembre 2011 et février 2012 arrivent à échéance en décembre de cette année et en février 2015, et les banques espagnoles et italiennes ne peuvent pas les rembourser. Au-delà, des banques d'autres pays connaissent peut être des difficultés que l'on ignore aujourd'hui. L'Allemagne veut se donner du temps et ne pas agir dans l'urgence. Alors elle permet à la BCE de faire tourner ses rotatives en attendant de savoir si la zone euro est viable sous sa forme actuelle, tout simplement. Quoi qu'il en soit, les premières décisions de la BCE dans ce domaine seront à étudier à la loupe.

La croissance chute partout : une nouvelle crise en vue ?

Le 22 mai 2014

Ce ne sont que des indicateurs trimestriels, ceux de la croissance des grands pays industrialisés pour les trois premiers mois de l'année 2014, ils peuvent être contredits par les prochains qui seront publiés, mais tout de même, ils ne manquent pas d'inquiéter. D'abord parce qu'ils confirment presque tous une tendance au ralentissement, mais surtout par leur concomitance : +0,1% seulement aux Etats-Unis, +0,2% dans la zone euro, et un chiffre en baisse en Chine (+7,4%) qui demeure élevé mais dont chacun sait qu'il est gonflé (la réalité est sans doute à diviser par deux).

Regardons la zone euro : elle est en fait à zéro si on enlève l'Allemagne, qui atteint +0,8%. Mais ce chiffre est en trompe l'œil, les instituts économiques allemands et la Buba s'attendent à un net ralentissement pour les trimestres à venir parce que les exportations décélèrent, c'est seulement la consommation intérieure qui explique cette croissance, mais elle ne pourra pas se maintenir à ce rythme. Et les exportations refluent notamment parce que leur premier débouché – les autres pays de la zone euro – sont soit en stagnation, soit en récession (0% pour la France, -0,1% pour l'Italie, -0,7% pour le Portugal). Seule exception avec l'Espagne qui affiche un timide +0,4%.

Plus inquiétant, surprenant pour tout dire, les Pays-Bas sont en récession de 1,4% sur ce premier trimestre 2014 ! Ce pays dynamique, à la productivité élevée, très ouvert sur l'international, affiche un recul de son PIB (comme la Finlande d'ailleurs, au profil comparable, à -0,4%). Cela ressemble sacrément à un indicateur avancé d'une contraction économique mondiale...

Seule exception dans ce sombre tableau, le Japon qui affiche +1,5% de croissance au premier trimestre, en progression sur les précédents. Une performance factice bien entendu, achetée à coup de déficit budgétaire et de planche à billets, pour un pays qui a déjà dépassé depuis longtemps les bornes du sens commun avec une dette publique de 250% du PIB. C'est surtout une fuite en avant qui risque de très mal se terminer, en attendant c'est une tournée de saké pour tout le monde.

Cet effondrement simultané de la croissance, qui était déjà faiblarde auparavant, ne manque pas d'inquiéter. Et répétons-le, la menace de la déflation, qui obsède tant les médias et les "économistes", n'est ici qu'un symptôme et certainement pas une cause. Les raisons sont à la fois plus profondes et plus évidentes : nous ne sommes jamais sortis de la crise de 2007-2008, nous avons simplement acheté du temps avec de la dette et des QE.

Il y a toujours un bruit de fond médiatique savamment entretenu proclamant des prévisions de croissance optimistes, mais ce sont bien les résultats réels qu'il faut observer, et ils ne sont pas bons du tout. Il faudra attendre les chiffres du deuxième trimestre pour confirmer ou infirmer cette tendance, un rebond technique peut intervenir, mais cette chute de la croissance semble annoncer quelque chose d'inquiétant. Si même les gouvernements et les banques centrales ne parviennent plus à faire illusion, la situation est grave.

Le montant des produits dérivés dans le monde : 710.000 milliards de dollars !

Le 29 mai 2014

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) vient de publier une étude statistique sur le montant des produits dérivés dans le monde à la fin 2013, et ceux-ci atteignent le montant incroyable de 710.000 milliards de dollars (710.000.000.000.000 dollars). Pour prendre un élément de comparaison, le PIB des Etats-Unis en 2013 se monte à 16.000 milliards de dollars, soit 44 fois moins. Et cette masse de produits dérivés est supérieure de 20% au record précédent, qui date de juste avant la crise de 2008... On parle beaucoup de bulles en ce moment, sur les actions, les obligations ou les matières premières, voici incontestablement la plus gigantesque.

Qu'est ce qu'un produit dérivé ? C'est un contrat entre deux parties dont la valeur est déterminée par les variations de prix d'un actif sous-jacent (obligations, actions, matières

premières, devises). Il sert à se protéger contre des variations de prix ou de taux d'intérêt, ou à spéculer. Autre type de produit dérivé, le CDS (Credit default swap), qui sert à se protéger d'un événement de crédit (un emprunteur, Etat ou entreprise, qui fait défaut). La majorité des contrats sont négociés de gré à gré, et non sur un marché, c'est-à-dire dans l'opacité la plus complète.

Raison de plus de s'inquiéter : aux Etats-Unis, la plus grande partie de ces produits est détenue par seulement quatre banques (JP Morgan, CitiBank, Goldman Sachs, Bank of America). La concentration est également très élevée en Europe, avec notamment la Deutsche Bank (nous en avons parlé le 2 mai 2013) et les banques françaises. Le volume est énorme mais les transactions ont lieu entre un petit nombre d'acteurs.

Lorsque l'on s'alarme de ces montants, les responsables bancaires expliquent qu'il ne faut pas s'inquiéter car ces engagements sont compensés et, au final, l'exposition nette ressort à presque zéro. Les positions s'équilibrent, quand un engagement est pris sur un produit dérivé, la banque achète une protection (la position inverse) pour se protéger. Mais à qui l'achète-t-elle ? A une autre banque. Ainsi toutes les grandes banques se vendent entre elles des produits dérivés, ce qui explique la concentration dont nous parlions plus haut, et ce qui signifie que si l'une d'entre elles fait faillite, toutes les autres plongent ! C'est ce qui a failli se produire avec la faillite d'AIG en septembre 2008 qui était la contrepartie de nombreux établissements financiers, et qui a été sauvée en catastrophe par l'Etat américain.

Le plus connu de ces produits est le CDS, mais sa part relative demeure secondaire. L'essentiel de ces dérivés (82% exactement), nous apprend la BRI, concerne des produits de taux d'intérêt, globalement d'un montant équivalent aux Etats-Unis et en Europe, et là ça devient intéressant. Fondamentalement les taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Europe ne résultent pas du libre jeu du marché, ils sont manipulés à la baisse par les banques centrales (la Fed et la BCE) qui font tout pour les maintenir au plancher. Toute inflexion de leur politique monétaire est annoncée longtemps à l'avance, ce qui permet à chacun de réajuster ses prévisions. Elles donnent ainsi une fausse assurance aux opérateurs, qui prennent par conséquent plus de risques que de raison. Si les banques centrales venaient à perdre la main, si des crises ou des krachs venaient à dépasser leur capacité d'intervention ou la crédibilité de leur parole, ces taux d'intérêt pourraient connaître des mouvements brusques qui prendraient à revers les marchés. Et la montagne de ces dérivés de taux exploserait. Les dégâts seraient tout aussi inimaginables que le chiffre que l'on a cité au début de cet article.

L'affaire de l'amende de 10 milliards de dollars envers BNP Paribas, un signe inquiétant

Le 5 juin 2014

L'amende de 10 milliards de dollars dont pourrait écoper BNP Paribas aux Etats-Unis ne manque pas de soulever des interrogations. Nous n'avons pas vraiment l'habitude ici de défendre les banques, mais tout de même, la première banque française n'a enfreint aucune loi française, européenne ou internationale ! Elle n'a simplement pas respecté un embargo américain envers l'Iran, le Soudan et Cuba concernant le négoce de matières premières. Elle n'a pas initié ces transactions, elle a juste assuré leur couverture en dollars, et la sanction tombe. En outre, les autorités américaines demandent la démission de plusieurs responsables de la BNP et, plus grave, sa licence bancaire aux Etats-Unis pourrait être suspendue temporairement, ou définitivement.

La survie de la banque n'est pas en jeu, mais cette amende représente tout de même presque deux années de bénéfice. C'est autant d'argent en moins pour renforcer ses fonds propres, à l'heure où toutes les banques européennes sont requises de le faire. La perte de la licence bancaire sur le sol américain, même temporairement, porterait un coup très dur à cette banque globale.

BNP Paribas a reconnu sa faute, mais la disproportion de l'amende est évidente (l'une des plus lourde jamais envisagée dans le secteur financier). Par ailleurs, on le sait, d'autres banques européennes sont dans le collimateur de Washington. Après les banques suisses, sévèrement punies pour leur secret bancaire, on a l'impression que les Etats-Unis cherchent à faire le ménage chez eux et à décourager les banques étrangères de prendre trop d'importance sur leur marché.

Ce qui est inquiétant dans cette affaire, c'est son aspect unilatéral. A l'heure où se négocie le Traité transatlantique (TAFTA, *Transatlantic Free Trade Area*), sensé créer un marché commun entre les Etats-Unis et l'Union européenne, l'attaque américaine contre la banque française semble relever d'une autre époque, d'un pur rapport de force. A ce tarif-là, pourquoi est-ce que l'Europe ne condamnerait pas les banques américaines pour leur responsabilité dans la crise des *subprimes* ? Pourquoi n'impose-t-elle pas 10 milliards d'amende aux filiales européennes de JP Morgan, Goldman Sachs, Bank of America, etc. en vertu d'une directive opportunément votée à cet effet ?

Pour l'instant les clients et les déposants ne sont pas inquiétés, mais au vu de ces méthodes agressives, on a un peu peur de ce qui pourrait se passer en temps de crise. Pour des Etats désargentés et en situation précaire face à un krach, les dépôts bancaires apparaissent comme un trésor bien tentant. Déjà l'Union européenne a émis une directive pour que les banques en faillite puissent puiser dans les comptes de leurs clients afin de se renflouer. Les Etats-Unis pourraient se servir également d'une façon comparable.

Il faudra suivre le dénouement de cette affaire mais elle semble traduire un regain de protectionnisme et un unilatéralisme de la part des Etats-Unis qui fait peser une menace supplémentaire sur les banques.

Les annonces de Mario Draghi : la BCE fait de la cavalerie !

Le 12 juin 2014

Mario Draghi a fait plusieurs annonces le 5 juin, elles ont été très bien reçues par les commentateurs. Ces mesures sont sensées encourager les banques à prêter aux entreprises et ainsi à soutenir ainsi la croissance. Voyons ce qu'il en est réellement.

Plusieurs mesures se révèlent purement anecdotiques, même si ce sont des "premières" comme la baisse du taux directeur à 0,15% (le taux le plus bas jamais atteint par la BCE) contre... 0,25 précédemment. Qu'est-ce que cela va changer ? Rien, évidemment. Autre première avec un taux de dépôt négatif de -0,10%. Il en coûtera désormais (un peu) aux banques de déposer leurs liquidités à la BCE. Soit, mais si les banques préfèrent déposer une partie de leurs liquidités à la BCE plutôt que de les prêter, comme il doit en aller normalement, aux autres banques (c'est le marché interbancaire), cela signifie qu'elles n'ont pas confiance dans leurs confrères, elles craignent leur faillite et, par voie de conséquence, la perte des sommes qu'elles leur ont prêté. La décision de la BCE ne changera donc pas grand chose, sauf les inciter à mettre cet argent plus sur les marchés actions et à prolonger ainsi la bulle...

Après les mesures cosmétiques et médiatiques, on passe aux choses sérieuses : de nouveaux "LTRO", c'est à dire des prêts géants aux banques à taux réduit. La BCE parle de 400 milliards d'euros, du sérieux, on vous le dit. Elle ne pouvait pas faire autrement : les deux précédents prêts géants de 500 milliards d'euros chacun dataient de décembre 2011 et février 2012 et étaient d'une durée de trois ans, ils arrivaient donc à échéance en décembre de cette année et en février 2015, et il est de notoriété publique que les banques italiennes et espagnoles, notamment, qui en ont beaucoup profité, ne peuvent pas toutes les rembourser. La BCE fait donc ici de la cavalerie, qui plus est à des conditions plus intéressantes (4 ans au lieu de 3 pour les anciens LTRO, 0,25% d'intérêt l'an au lieu de 1%). Champagne ! Enfin, plutôt Prosecco et Porto ! Nous avons expliqué à plusieurs reprises (par exemple dans notre texte du 10 octobre 2013) que la BCE serait obligée de faire "rouler la dette" des banques européennes, nous y voici.

Ces prêts aux conditions très avantageuses seront liés au montant des prêts à l'économie que les banques auront effectués, autrement dit plus une banque prête aux entreprises et soutient donc la croissance, plus elle pourra tirer sur sa ligne de LTRO, nous explique la BCE. Nous y voyons ici surtout de l'habillage afin de ne pas effrayer les Allemands toujours rétifs à la planche à billets, et aussi de plaire aux gouvernements "keynésiens" au pouvoir dans la quasi totalité des pays de la zone euro (le gouvernement français s'est bruyamment réjoui de ces mesures). De cette façon les banques en difficulté pourront continuer à survivre avec leurs créances pourries.

Pour couronner le tout, la BCE a réaffirmé sa "forward guidance", à savoir qu'elle maintiendra ses taux au plus bas "pendant une longue période de temps", ce qui offre l'assurance d'une politique accommodante durant longtemps... Tout cela démontre que le secteur bancaire européen est encore malade et que la BCE est obligée de le maintenir sous perfusion. Mais en faisant croire que ces mesures vont relancer la croissance, Mario Draghi a prouvé qu'il est un roi de la communication, bravo l'artiste !

L'Autriche aux prises avec la crise de ses banques

Le 19 juin 2014

On parle souvent ici de la situation difficile que connaissent les pays du sud de l'Europe, mais les effets de la crise financière touchent aussi des pays considérés comme sains et bénéficiant d'une bonne image. C'est le cas de l'Autriche qui fait face aux difficultés de son secteur bancaire.

Une banque mobilise l'attention du gouvernement, la Hypo Alpe Adria (HAA). Dans les années 2000, la banque s'est lancée dans une politique d'acquisition et d'expansion, notamment à destination des Balkans, son bilan a alors été multiplié par huit en moins d'une décennie, pour atteindre 40 milliards d'euros en 2009. HAA bénéficiait de la garantie à la fois du Land de Carinthie et de la banque régionale allemande BayernLB, propriété du Land de Bavière, et manifestement cela a fait tourner la tête aux dirigeants qui ont oublié tout bon sens en matière de gestion du risque. Encore un exemple de capitalisme dévoyé par l'intervention publique, ou de "capitalisme de connivence" (*crony capitalism*).

Comme on pouvait s'y attendre, avec la crise de 2008, la banque se retrouve en faillite. La facture est lourde puisque pour le moment Vienne a dépensé 5,5 milliards d'euros pour empêcher la faillite de HAA et doit rajouter 4 milliards d'euros pour éponger ses pertes et ses besoins de refinancement cette année. Et ce n'est pas terminé. Ces sommes commencent à sérieusement entamer les capacités budgétaires de l'Etat fédéral, qui cherche des solutions pour limiter les dégâts (il a déjà dû réduire le budget de l'éducation, ce qui a bien sûr été très mal perçu par la population).

Dans le cadre de la restructuration, et afin d'en limiter le coût, le gouvernement a décidé de prendre une mesure inédite et très risquée, qui n'est autre qu'un défaut pur et simple, comme un vulgaire pays d'Amérique latine ! En effet les détenteurs de titres subordonnés de HAA, autrement dit ceux qui ont acheté de la dette non prioritaire, vont voir leurs créances purement et simplement annulées. Le problème est que ces créances étaient garanties par le land de Carinthie, mais pour contourner le problème l'Etat fédéral va faire passer une loi qui annulera cette garantie... On se croirait en Argentine. Comme dans ce pays, les créanciers risquent de porter plainte, considérant que l'Autriche a enfreint ses engagements.

Avec cette affaire, c'est la réputation de la place bancaire viennoise qui est en jeu. Déjà l'agence Standard & Poor's a placé sous surveillance négative les notes des établissements financiers suite à cette décision. Le pouvoir ne cesse de rappeler qu'il ne s'agit là que d'un cas "exceptionnel", mais en réalité c'est l'ensemble du secteur bancaire autrichien qui se porte mal. Les actifs des banques autrichiennes totalisent 1.090 milliards d'euros, soit près de trois fois le PIB du pays (335 milliards d'euros), et celles-ci sont très engagées dans les Balkans, la Russie et l'Ukraine, ce dernier étant virtuellement en faillite...

Quoi qu'il en soit, on constate une nouvelle fois que les règles peuvent changer du tout au tout en cas de crise. Ce qui se passe en Autriche n'est pas aussi grave que Chypre, certes, les épargnants ne sont pas touchés cette fois, mais le fait qu'un Etat puisse décider de s'affranchir de ses engagements ne manque pas d'inquiéter.

Hallucinant : les banques centrales achètent massivement des actions

Le 25 juin 2014

La présidente de la Fed, Janet Yellen, a confirmé la semaine dernière la baisse des injections de liquidité dans l'économie. Le *Quantitative easing* diminue de 10 milliards de dollars par mois depuis décembre 2013, et il est ainsi passé de 85 milliards l'année dernière à 35 milliards au mois de juillet, pour une extinction complète à la rentrée, normalement. Cette disparition progressive du QE se justifie, selon Yellen, par une reprise de l'économie qu'elle entrevoit en 2015-2016... Dans le même temps, elle a pourtant revu à la baisse la prévision de croissance pour 2014 (entre 2,1 et 2,3 % au lieu des 3 à 3,5 initialement prévus). En fait depuis la crise de 2008, les prévisions de croissance du PIB américain par la Fed sont systématiquement revues à la baisse, mais cela n'empêche pas cet optimisme irréal de l'institution monétaire...

Cette croissance anémique, cette reprise sans cesse reportée, et cette baisse du QE devraient inquiéter les marchés actions, pourtant on ne note rien d'inquiétant pour le moment. Comment expliquer cela ? Un élément de réponse déterminant nous est apporté par le *Financial Times* qui cite une étude du *Official Monetary and Financial Institutions Forum* (OMFIF). L'information est stupéfiante : les banques centrales investissent sur les marchés actions, elles le font secrètement et pour des montants qui les placent parmi les principaux investisseurs mondiaux. Cela ne correspond pas du tout leur fonction, elles se trouvent en plein conflit d'intérêt étant donné qu'elles conduisent la politique monétaire, mais qu'importe. Par contre, elles contribuent artificiellement à la hausse des cours, et c'est tout l'objectif recherché.

Les banques centrales n'agissent pas toujours en leur nom mais au travers de filiales, comme par exemple "l'Administration d'Etat des devises étrangères de la Chine", qui fait

partie de la Banque de Chine, et qui est devenue la plus importante structure publique au monde détentrice d'actions. Parfois elles le font en leur nom comme les banques centrales de Suisse (qui peut investir 15% de son bilan en actions) ou du Danemark (qui détient 500 millions de dollars d'actions). L'OMFIF a identifié 400 investisseurs publics répartis dans 162 pays qui détiennent au total 29.000 milliards de dollars d'actions... Pour donner un ordre de grandeur, ce chiffre équivaut à presque deux fois la dette fédérale américaine. A un tel niveau, il est évident que cette intervention pousse les actions à la hausse, autrement dit que les banques centrales contribuent à former une énorme bulle sur les marchés financiers.

Manipulation, mensonge, dissimulation, les mots manquent, les théoriciens du complot sont dépassés ! Absolument rien ne justifie qu'une banque centrale acquière des actions, et dans une telle quantité, cela ne correspond en rien à sa mission qui est de veiller à la stabilité de la monnaie et du système financier. Ce comportement traduit plutôt une fuite en avant, une volonté de créer un environnement optimiste par la progression des indices boursiers de façon à inciter les ménages à consommer et les entreprises à investir, pour enfin enclencher une reprise économique. Mais celle-ci n'arrive pas et, entretemps, la bulle sur les marchés actions continue de gonfler. Tout cela va très mal se terminer.

Effondrement de la croissance américaine au premier trimestre : - 2,9% !

Le 3 juillet 2014

Le chiffre officiel de la croissance du PIB aux Etats-Unis est calculé par le Département du commerce, il est progressivement affiné au fur et à mesure que les données sont collectées. Pour le premier trimestre 2014, la première estimation s'affichait à +0,1% (en rythme annualisé), ce qui indiquait déjà une économie à l'arrêt et un sérieux ralentissement par rapport aux trimestres précédents. Ce chiffre a été révisé une première fois à -1,0%. Il restait encore la troisième et dernière publication, le chiffre définitif. Le consensus des analystes prévoyait -1,8%, mais la réalité sera bien pire avec -2,9% ! Une vraie récession, le pire résultat depuis 5 ans (le premier trimestre 2009), lorsque l'économie américaine était touchée de plein fouet par la crise des subprimes et la faillite de Lehman Brothers. En janvier 2014, les économistes préoyaient une croissance de 2,6%, pour résultat final de -2,9%, on mesure l'ampleur de la dégringolade.

Notons tout d'abord l'infinie discrétion des grands médias et des responsables gouvernementaux, aux Etats-Unis comme en Europe. Très peu d'articles s'interrogent sur ce chiffre catastrophique et les dirigeants continuent à parler de reprise plus ou moins prononcée, ou qui ne devrait pas tarder à venir... La dernière révision est sortie la semaine dernière, à la fin du deuxième trimestre donc, c'est déjà de l'histoire ancienne veut-on nous faire croire, un simple décrochage, un accident qui sera effacé par les trois prochains trimestres de l'année. Mais ce scénario aura du mal à se réaliser car on ne constate pas de fort rebond sur les différents indicateurs conjoncturels sur les mois d'avril, mai et juin.

Sur le premier trimestre, tous les moteurs de l'économie américaine sont en panne : la consommation augmente de moins de 1%, l'investissement des entreprises est à l'arrêt tout comme l'investissement résidentiel des ménages, tandis que les stocks et les exportations contribuent, pour moitié chacun environ, à la baisse du PIB. Alors certes, une reconstitution des stocks devrait faire repasser le prochain trimestre en territoire positif, mais rien ne permet de croire que tous les moteurs redémarreront en même

temps, rien n'indique que l'un d'entre eux au moins pourrait performer. Et donc, une fois de plus, on peut dire adieu à la "reprise".

Le mal semble profond. La productivité a diminué de 3,5% au premier trimestre, le mécanisme même de la croissance est atteint. Les créations d'entreprises sont inférieures d'environ 30% au taux annuel moyen des années 80, et l'investissement stagne, on l'a vu. Moins de nouvelles entreprises, un investissement en berne, c'est au final moins d'innovations, moins de nouveaux produits, et voici ce qui explique cette baisse de la productivité. Pourtant le crédit n'a jamais été aussi bon marché, mais les entrepreneurs n'en profitent pas. C'était tout le pari de la Fed et il est perdu : maintenir au plus bas les taux d'intérêt pour inciter les entreprises à investir et les ménages à s'endetter de façon à relancer la croissance. Mais la banque centrale américaine nage en pleine confusion en considérant un moyen (un prêt) comme une fin en soi. S'il n'y a pas de véritable croissance, pourquoi investir, même à taux faible ?

Ce chiffre catastrophique a été complètement ignoré par les marchés, et relativisé par la Fed bien entendu, mais le retour à la réalité n'en sera que plus douloureux.

Attention danger : les banques sous-estiment sciemment leurs risques

Le 10 juillet 2014

Il ne faudrait plus s'inquiéter pour nos économies nous expliquent les banques, la crise est passée et les ratios de solvabilité se sont nettement améliorés. Les banques se plaisent en effet à souligner que les risques sont sous contrôle, que leur matelas de liquidité s'avère suffisant.

Le problème est que cette réduction des risque ne provient pas uniquement d'un comportement plus vertueux, mais également en partie de dissimulations. En effet, "Selon certains analystes, les banques auraient révisé leurs modèles de risque de façon à abaisser leurs niveaux de fonds propres requis, en sous-estimant le risque et en présentant une valorisation optimiste des actifs." Et où lit-on cela ? Dans une obscure publication complotiste ? Pas du tout, et bien au contraire puisqu'il s'agit de rien de moins que du 84^e rapport annuel de la Banque des règlements internationaux (BRI), "la banque centrale des banques centrales", notamment chargée d'édicter les normes prudentielles des banques commerciales dans le monde (Bâle III).

Le rapport précise d'ailleurs juste après que "ce phénomène est peut-être l'une des causes de la décote persistante sur le cours des actions des banques par rapport à la valeur comptable de leurs fonds propres. Cette préoccupation a été exacerbée par le constat que les pondérations de risque pour des actifs similaires variaient considérablement d'une banque à l'autre." (page 120). Les investisseurs, les marchés, ne croient pas vraiment à une claire amélioration de la situation des banques, et ils délaissent les actions de ce secteur.

Le rapport de la BRI met aussi l'accent sur l'aveuglement des banques vis-à-vis de la dette souveraine, spécialement celle de leur pays. "Dans l'ensemble, les banques attribuent une pondération du risque nulle à plus de la moitié des titres de dette souveraine qu'elles détiennent" (page 121), ce qui signifie que les banques ne gardent aucune liquidité de sécurité en face de plus de la moitié de la dette souveraine qu'elles détiennent. La Grèce et Chypre n'ont donc pas servi de leçon ? Et quels sont les pays plus particulièrement concernés ? Le rapport nous le dit également : "Les banques attribuent à la dette souveraine de leur propre pays une pondération du risque

considérablement plus basse que celle que lui affectent les banques des autres pays. Ce biais en faveur du pays d'origine est particulièrement prononcé dans le cas des banques portugaises, espagnoles et irlandaises et, à un degré moindre, des banques françaises, britanniques et autrichiennes." Merci à la BRI pour toutes ces informations !

D'ailleurs, comme c'est étonnant, la semaine dernière, coup sur coup, la première banque autrichienne (Erste Bank) et la première banque portugaise (Banco Espirito Santo) ont annoncé de sérieuses difficultés (des provisions sur la Roumanie pour la première, une guerre de succession et des irrégularités comptables pour la seconde) qui ont fait chuter leur cours et, plus grave, qui posent des problèmes systémiques sur le système bancaire de leur pays. Donc en réalité, si on comprend bien, les banques ne sont pas vraiment prémunies contre des changements brusques dans leur environnement, et leur sous-estimation des risques les rend plus fragiles face à un événement imprévu...Voilà qui n'est pas rassurant, mais qu'il faut prendre en compte avec le plus grand sérieux car l'information vient d'un organisme particulièrement bien informé et qui, une fois n'est pas coutume, n'use pas de langue de bois.

Ce que révèle l'amende de 7 milliards de dollars à Citigroup

Le 17 juillet 2014

La banque américaine Citigroup vient d'être condamnée par le Département de la justice à payer une amende de 7 milliards de dollars. Elle est sanctionnée pour son rôle dans la crise des subprimes : "Citigroup était informée des déficiences sérieuses et généralisées des prêts de plus en plus risqués qu'elle transformait en obligations" et pourtant elle a continué, explique Eric Holder, le Procureur général des Etats-Unis. Les grandes banques sont dans le collimateur de la justice américaine pour leurs responsabilités dans la crise des subprimes. JP Morgan a déjà payé 13 milliards de dollars d'amende et on parle de 17 milliards pour Bank of America, pour laquelle les discussions sont en cours. Les banques préfèrent payer une forte amende de façon à éviter un procès au civil, long et risqué.

On pourrait se réjouir que de lourdes sanctions tombent sur les banques fautives, on peut penser que cela les rendra plus prudentes à l'avenir. C'est une possibilité. Mais on peut aussi déplorer plusieurs éléments qui ne vont pas dans ce sens. En premier, c'est la seule responsabilité morale de la banque qui est en cause, mais pas celle, personnelle, des anciens dirigeants, y compris d'ailleurs de sociétés qui ont fait faillite comme Countrywide d'Angelo Mozzillo (pour prendre l'un des pires dans le genre). Si la justice leur avait repris l'intégralité des salaires et stock options qu'ils s'étaient versés à l'époque, voici qui aurait constitué une sacrée mise en garde pour les dirigeants actuels ! Mais cette voie n'a pas été empruntée.

L'autre inquiétude apparaît lorsqu'on apprend la répartition de ces 7 milliards d'amende. 4 vont directement dans la poche du Département de la justice... on a un peu l'impression que l'Etat fédéral cherche surtout des recettes d'appoint pour réduire son déficit budgétaire. 500 millions sont partagés entre les procureurs des Etats associés à la procédure, ainsi que le fonds de garantie des dépôts bancaires. Autrement dit ce dernier, qui sert à limiter l'impact des crises financières et à protéger les épargnants, ne touchera que des miettes, voici une drôle de façon de préparer l'avenir. Enfin, le reste de l'amende, soit 2,5 milliards de dollars, doit servir à financer des allègements de conditions de crédit aux particuliers piégés par la crise immobilière. Là c'est incroyable, l'Etat fédéral subventionne l'accès à la propriété, c'est à dire qu'il refait la même erreur qui est à l'origine de la crise des subprimes !

Dans le dossier des subprimes, les responsabilités sont en effet partagées : les banques revendaient des produits qu'elles savaient avariés, mais au début de cette histoire c'est

bien l'Etat fédéral qui a encouragé l'accession à la propriété, en limitant le pouvoir des banques à refuser un crédit (avec le Community Reinvestment Act), ainsi qu'en subventionnant largement et en accordant sa garantie à deux agences publiques, Fanny Mae et Freddy Mac, qui servaient de grandes lessiveuses d'emprunts hypothécaires.

Avec ces fortes amendes imposées aux banques, l'Etat s'exonère de toute responsabilité, de toute autocritique. Pire (ou conséquence inéluctable), il refait les mêmes erreurs. D'ici à ce que, pareillement, les banquiers en activité empochent de confortables indemnités (les bénéfices des banques sont au plus haut) tout en négligeant des risques qu'ils voient passer devant leur yeux, il n'y a qu'un pas. Mais ce sont leurs successeurs qui devront gérer ce problème, ainsi que d'autres gouvernements. Pendant ce temps, ce mélange nocif de politique keynésienne et d'avidité à court-terme continue, avec tous les dégâts que cela occasionne sur l'économie.

La grande entreprise de manipulation des marchés financiers semble atteindre ses limites

Le 24 juillet 2014

La grande entreprise de manipulation des marchés financiers semble atteindre ses limites, les bulles sont au plus haut, les risques aussi. La planche à billets des banques centrales, ainsi que le maintien au plancher de leur taux directeur, fonctionne parfaitement : les taux sur les obligations souveraines atteignent des plus bas historiques aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, en France. Cela fonctionne même trop bien, ces obligations ne rapportent même pas l'inflation, signe évident d'une bulle.

Où va l'argent si les obligations souveraines ne rapportent plus rien ? Sur la bourse évidemment, qui bat également des records. Le Dow Jones a dépassé son record de 2007, avant l'éclatement de la crise de 2008, et partout dans le monde, les marchés actions se portent très bien. Autre domaine où les liquidités peuvent se placer : l'immobilier. Mais dans ce cas la situation est plus contrastée car même si l'on note des tensions ou des bulles ici ou là (Chine, pays émergents, certaines zones aux Etats-Unis et en Europe), les investisseurs ne sont quand même pas prêts à repartir tête baissée dans l'immobilier quelques années seulement après la crise des subprimes.

On constate ainsi que sur les grandes classes d'actif on atteint les limites : les banques centrales ne peuvent plus baisser leurs taux car elles sont à zéro ou presque, les obligations souveraines ne peuvent pas durablement rapporter moins que la hausse des prix, les marchés actions peuvent difficilement faire croire que l'économie se porte vraiment mieux qu'avant la crise de 2008, et enfin, le marché immobilier progresse également et offre encore un dérivatif mais sur lequel tout le monde demeure néanmoins prudent.

Le problème est que ces indicateurs au plus haut parient sur la capacité de l'économie à redémarrer et des Etats à se désendetter... ce qui ne se produit absolument pas pour l'instant. Au contraire, les dettes publiques aux Etats-Unis, en Europe et au Japon continuent d'augmenter, et la croissance se fait toujours attendre (le PIB du premier trimestre s'est établi à +1,6% au Japon, +0,2% dans la zone euro, -2,9% aux Etats-Unis on le rappelle). Il y a un hiatus de plus en plus flagrant entre l'économie réelle et les marchés financiers, cela ne peut pas durer encore longtemps. Le peu de croissance obtenu l'est par des "effets richesses" (ceux qui possèdent ces actifs se sentent plus riches et consomment plus), alors que c'est la seule amélioration de la productivité suivie d'une augmentation des revenus qui permet une croissance durable, mais manque de chance l'investissement des entreprises demeure déprimé.

Lors de la précédente grande période de croissance achetée à crédit (2000-2006), l'or avait joué son rôle d'avertisseur en progressant nettement, il signifiait par là que le crédit excédait les capacités de l'économie, que trop d'argent était créé. Cette fois son cours s'avère plus erratique... mais c'est vrai qu'il est sous surveillance. Après une grande discrétion durant les années 80 et 90 où il stagnait autour de 300 \$ l'once, sa remontée à partir de 2000 l'a mis sous les projecteurs. Et quand il a tutoyé les 2000 dollars en août 2011, les banques centrales et les Etats n'ont vraiment pas apprécié que leur monnaie papier soit autant ridiculisée. Depuis, on le sait, le cours est plus ou moins manipulé à la baisse mais, selon Egon Von Greyerz, les manipulateurs de l'or sont désespérés, "avec des coffres presque vides, les banques centrales et les *bullion banks* commencent à désespérer". Hum, c'est le moment non ? De se retirer des obligations et des actions, pour ceux qui en possèdent encore, et de migrer vers l'or (physique s'entend).

Quoi qu'il en soit, l'inflexion ou le retournement pourrait bientôt apparaître. Il faudra surveiller la croissance américaine, voir si la Fed parviendra à stopper son plan de *Quantitative easing* et commencer à remonter ses taux comme Janet Yellen s'y est engagé. C'est encore bien sûr la première puissance économique mondiale qui donnera le ton.

La montagne de produits dérivés de la Deutsche Bank commence à inquiéter les autorités américaines

Le 31 juillet 2014

Nous savons depuis l'année dernière que la Deutsche Bank est devenue la banque la plus exposée aux produits dérivés dans le monde, distançant de peu la JP Morgan (voir notre texte du 2 mai 2013). Le montant total des dérivés de la banque allemande dépasse l'entendement : 55.000 milliards d'euros, ce qui représente 20 fois le PIB de l'Allemagne, ou 5 fois le PIB de la zone euro. La banque ne pourrait évidemment pas faire face à une forte dépréciation sur ces produits, ils représentent 100 fois le montant des dépôts de ses clients, 150 fois ses fonds propres...

La nouveauté c'est que les autorités financières commencent à s'en inquiéter. On a envie de dire qu'il était temps ! Enfin, pas les autorités allemandes, ni européennes, comme on pourrait le penser, et l'espérer, mais les autorités américaines. Dans un courrier adressé à la Deutsche Bank, la Fed de New York dénonce en effet un "risque opérationnel important". Les rapports financiers de la banque concernant les produits dérivés "sont de faible qualité, imprécis et non fiables. La taille et l'étendue des erreurs suggèrent fortement que l'ensemble de la structure de reporting réglementaire de l'entreprise nécessite une profonde remise à niveau". La Fed de New York déplore également que depuis ses avertissements antérieurs, elle n'a noté aucune amélioration. Et pour confirmer ce tableau inquiétant, l'auditeur de la banque allemande, KPMG, a aussi noté des "déficiences" dans les états financiers.

Un porte-parole de la Deutsche Bank a répondu que "nous avons travaillé avec diligence pour renforcer nos systèmes de contrôle et nous nous sommes engagés à être le meilleur de la classe." Dans ce cadre, 1.300 personnes seront embauchées, dont 500 aux Etats-Unis pour la conformité, le risque et la technologie. On ne voit pas vraiment en quoi cette déclaration est sensée nous rassurer : s'il faut embaucher 1.300 personnes en plus pour gérer cette montagne de produits dérivés, cela veut dire que la situation est vraiment inquiétante, non ?

La réponse habituelle des banques par rapport aux produits dérivés est que leurs différentes positions sont compensées et qu'au final l'exposition nette ne représente que quelques milliards. Soit, mais auprès de qui achètent-elles ces positions ? Auprès d'autres banques bien sûr. Il suffit ainsi que l'une d'entre elle fasse faillite pour que toutes les autres soient impactées, par un effet domino. C'est ce qui a failli se produire avec la faillite d'AIG en septembre 2008 qui était la contrepartie de nombreux établissements financiers, et qui a été sauvée en catastrophe par l'Etat américain. Le calcul de l'exposition nette est ainsi purement théorique et il faut bien prendre en compte l'exposition brute.

Heureusement que les Américains font – un peu – le travail que devrait faire la BCE et les régulateurs nationaux. Il est vrai que dans ses précédents stress-tests, déjà très laxistes, la BCE ne prenait même pas en compte le montant des produits dérivés des banques, et il ne semble pas que ce soit le cas dans les prochains. Il n'y a pas de pire aveugle que celui qui ne veut pas voir. Au-delà de la Deutsche Bank, il faut bien comprendre que l'ensemble des grandes banques mondiales détiennent des montants démesurés de produits dérivés aux côtés desquels leurs fonds propres s'avèrent tout simplement ridicules. Et cela constitue un risque systémique largement sous-estimé par les actionnaires comme par les déposants.

Les taux d'intérêt au plus bas : une raison de plus d'acheter de l'or

Le 7 août 2014

Un des principaux arguments avancés par votre banquier pour vous dissuader d'acheter de l'or est qu'il ne "rapporte rien", ni intérêt, ni dividendes. Cette parade a longtemps fonctionné, c'est vrai. Mais maintenant que les taux d'intérêt sont au plus bas et que les livrets bancaires et l'assurance-vie ne rapportent quasiment plus rien, vous pourriez lui retourner l'argument ! Mais il y a peu de chance que votre banquier vous réponde : "effectivement, gardez votre argent, mes produits ne rapportent plus rien".

Cet argument est bien entendu erroné, il faut comparer ce qui est comparable. Un billet de banque ne rapporte pas d'intérêt non plus. Il faut l'apporter à votre banque et l'investir dans un livret, un contrat d'assurance-vie ou un portefeuille d'actions. De la même façon, si vous prêtez votre or à une entreprise (qui a besoin de liquidité, qui doit payer un fournisseur qui préfère de l'or, ou autres cas), celle-ci vous verserait alors un intérêt, évidemment.

Mais immédiatement se pose la question du risque : si cette entreprise fait faillite, je perds mon or. Et on comprend que l'intérêt (ou le dividende) est la contrepartie du risque. Quand vous mettez votre argent à la banque dans des produits financiers divers, du simple livret à des placements élaborés, vous prenez un risque, celui de perdre tout ou partie de votre capital. Pendant longtemps – en fait depuis la crise de 29 – cette possibilité avait disparu du paysage, mais elle est réapparue en force depuis la crise de 2008. Celle-ci fut déclenchée par la faillite d'une banque (Lehman Brothers), et bien d'autres ont connu le même sort ou ont été sauvées in extremis, de Northern Rock à la Banco Espírito Santo. Les Etats eux-mêmes peuvent faire défaut et ruiner les épargnants, on l'a vu à Chypre, ou encore une fois être sauvés au dernier moment, sans régler le problème d'une dette trop lourde, on le voit avec la Grèce.

Alors pour ceux qui veulent éviter des placements rapportant un – faible – taux d'intérêt, et qui peuvent ramener le capital investi à zéro ou presque si l'Etat fait défaut, il reste les actions. Celles-ci rapportent, effectivement, mais il faut bien être conscient du risque. Sur l'échelle du Dow Jones, nous sommes en haut du troisième sommet depuis deux décennies, les deux premiers ayant été suivi de descentes vertigineuses (éclatement de

la bulle Internet en 2000, crise des subprimes en 2008)... Le couple rendement/risque est inséparable, il faut l'arbitrer avec finesse et lucidité. Et en ce moment, le rendement globalement faible des placements financiers rémunère très peu des risques élevés et généralisés : bulle boursière, Etats surendettés, banques en difficulté. Le risque systémique est bien présent.

C'est d'ailleurs pour cette raison que les banques centrales font tout pour maintenir au plus bas les taux d'intérêt. Les épargnants sont perdants, mais les Etats surendettés ne veulent surtout pas voir exploser la charge de leur dette, ni les banques devoir se refinancer plus cher, ce qui en plongeraient beaucoup dans de graves difficultés ; et au final ce sont eux qui décident.

C'est à ce moment que réapparaît l'or. Enfin de l'or il faut toujours en avoir, mais d'autant plus quand le risque systémique est élevé. Parce que l'or ne fait pas faillite, lui, il ne coule pas. Du côté du capital, de la capacité à sécuriser un patrimoine sur le long terme, on est tranquille. Pour le reste – le rendement – si l'or ne rapporte pas d'intérêt, il a un prix, un cours plus exactement, qui peut fortement monter quand les actifs et les monnaies sont dévalués ou en crise. Donc au final, oui, l'or peut "rapporter", et au minimum il sécurise un patrimoine. Qui dit mieux ? Posez la question à votre banquier.

La zone euro sur la voie de la récession ?

Le 14 août 2014

Les Etats-Unis viennent d'annoncer une croissance (annualisée) de 4% pour le deuxième trimestre, après le très mauvais résultat du premier (finalement révisé, pour la troisième fois, à -2,1 au lieu de -2,9%). Une bonne nouvelle, mais attendons les prochaines révisions officielles de ce chiffre tant il paraît miraculeux... Nous y reviendrons.

En Europe par contre, la tendance est bien plus claire : elle passe progressivement d'un espoir déçu de faible croissance, à la stagnation, puis aux premiers signes de récession. En Italie, le "miracle" Matteo Renzi a l'air de faire long feu, le pays connaît son deuxième trimestre de récession de suite, -0,2 après -0,1%. Réagissant à ces chiffres, le ministre de l'économie, Pier Carlo Padoan, a reconnu dans une interview au quotidien *Il Sole 24 Ore* du 6 août que le pays se trouve "dans une phase de sortie de la récession très pénible car la récession est vraiment profonde".

La France n'est pas officiellement en récession, mais l'horizon de la croissance reste désespérément plat. François Hollande a déclaré attendre de l'Allemagne "un soutien plus ferme à la croissance", notamment en investissant plus. Berlin renvoie Paris dans ses buts : "Les déclarations très générales en provenance de Paris ne fournissent aucune raison pour de quelconques corrections dans la politique économique du gouvernement allemand", a déclaré la porte-parole du gouvernement Christiane Wirtz. Elément aggravant pour Paris, par rapport à Rome, les comptes publics sont encore loin des 3% de déficit, et Bruxelles va devenir de moins en moins patient.

Mais le chiffre le plus inquiétant, et le plus révélateur, vient d'Allemagne. Selon l'Office fédéral des statistiques, les commandes de l'industrie allemande connaissent une chute record à la mi 2014. Après une baisse de 1,6% en mai, elles ont chuté de 3,2% en juin. La demande au niveau national baisse (-1,9%), ce qui constitue un indicateur avancé d'un ralentissement de l'économie. Mais surtout, la commande extérieure flanche sérieusement (-4,1%), et plus spécialement les commandes de la zone euro qui se sont effondrées pour le mois de juin (-10,4%). Voici la preuve que les fondamentaux de la croissance (l'investissement productif des entreprises) sont au rouge dans la zone euro. Aucune véritable croissance ne pourra être obtenue, hormis quelques poussées

éphémères actionnées par la consommation, elle-même financée par de la dette publique, ce que sait très bien faire la France, mais le jeu atteint désormais ses limites.

C'est désormais la locomotive allemande, la seule véritable source de croissance en zone euro, qui est touchée. Ce retournement des commandes à l'industrie, aussi bien en interne qu'à l'exportation, montre que le véritable ressort de la croissance est cassé. Et cela ne pourra à terme que réactiver les crises de la dette et de l'euro...

Une Ferrari de collection vendue 38 millions de dollars, qu'en penser ?

Le 21 août 2014

Lors du "concours d'élégance" de Pebble Beach, à Monterey en Californie, une Ferrari 250 GTO de 1962 a été vendue aux enchères 38 millions de dollars, ce qui en fait le record absolu pour une automobile de collection. C'est 100 fois le prix de la Ferrari neuve la plus chère disponible au catalogue (la F12berlinetta) et 30 fois celui de la dernière série spéciale (la F150, limitée à 499 exemplaires). Comment interpréter ce montant stupéfiant ?

On peut rapprocher cette vente du marché de l'art en général, qui connaît également des prix records : fin 2013, un triptyque de Bacon a atteint 142 millions de dollars. L'automobile de collection s'avère comparable au marché de l'art, avec ses grands noms, ses œuvres phares, ses mythes. Cependant il est plus récent, plus jeune, d'où une envolée des prix plus marquée, et aussi une culture plus "monomaniaque" : sept des dix voitures les plus chères jamais adjugées aux enchères sont des Ferrari ! Le spéculateur pourra, au choix, craindre une bulle et un effet de mode, ou investira dans les marques qui demeurent encore au second plan... Cet engouement est assez proche de celui qu'ont connu les artistes chinois, dont la côte a explosé au même rythme que le nombre de multimillionnaires en Chine. Qu'en restera-t-il ? Difficile à dire.

Ces records, et la forte progression du volume global des ventes, traduisent la recherche, par les investisseurs, de marchés qui possèdent encore des marges de progression. Les actions sont au plus haut et chacun sent bien que le risque de krach augmente, d'autant plus que la croissance demeure atone. Les obligations souveraines performant également presque trop, elles ne rapportent plus rien. L'immobilier atteint des sommets à Londres et dans les grandes villes chinoises... Que reste-t-il à celui qui veut spéculer ? Le marché de l'art et celui de l'automobile d'occasion continuent d'aligner les records, voici des opportunités !

Une autre raison motive les investisseurs : ce sont des actifs réels. Pas des bouts de papiers qui vous disent que vous détenez une part de capital de telle entreprise ou de la dette de tel Etat. Non, ici c'est du concret, un tableau, une voiture. Autrement dit un "actif sans contrepartie", il possède une valeur intrinsèque, son détenteur ne dépend de personne (une entreprise, un Etat), il le possède en direct. Le prix de marché peut évoluer bien sûr, mais il ne tombe jamais à zéro, un tableau ne fait pas faillite. Une Ferrari d'exception, un Picasso, un Bacon, une toile impressionniste, ça vaudra toujours quelque chose, et d'autant plus que les actifs papier susciteront de la défiance.

L'immobilier possède aussi ces qualités, mais sa forte financiarisation (l'acquisition se fait essentiellement par crédit) le rend plus sensible à la conjoncture, et donc aux bulles, comme on a pu le voir avec la crise des subprimes. L'actif réel par excellence c'est l'or bien évidemment, et ce depuis toujours. Avantage fondamental : l'or, lui, est parfaitement homogène, alors que telle voiture, tel tableau ou tel appartement ne vaudra

jamais exactement tel autre. L'or est l'actif réel de base à posséder, bien sûr, après d'autres actifs peuvent se révéler intéressants, mais ce sont là des marchés complexes, où le risque de bulle est évident (les artistes chinois...), et les chausse-trappes fréquents. Mais la Ferrari de collection devient désormais une valeur à suivre !

Les marchés boursiers à l'assaut de leur troisième bulle depuis l'an 2000

Le 28 août 2014

Le S&P 500, vient de franchir le seuil psychologique des 2000 points, un record absolu dans l'histoire de cet indice créé en 1950 et basé sur les 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines, et de fait plus représentatif que le célèbre Dow Jones (qui ne regroupe que 30 valeurs). Ce record semble démontrer le redressement de l'économie américaine, prenons cependant un peu de recul pour évaluer ce chiffre.

Comme on peut le voir sur un graphique de 1950 à fin 2013 (il atteint alors 1600 points), le S&P 500 connaît une vie très erratique depuis les années 2000 avec déjà deux bulles qui ont éclaté ! Mais remontons au début des années 80. A cette époque triomphe alors la "révolution conservatrice" du président Ronald Reagan : on assiste à un vaste mouvement de libéralisation de l'économie avec des secteurs entiers qui basculent dans la concurrence (le transport aérien, les télécoms, notamment). Dans le même temps le niveau des impôts baisse ce qui encourage la création de richesses. La croissance – saine – est au rendez-vous et les Etats-Unis sortent alors de la crise des années 70 pour connaître deux décennies fastueuses.

Logiquement, le S&P 500 se met à grimper à partir de 1982 (le krach d'octobre 1987 n'apparaissant que comme un correctif vite effacé). Mais la tendance s'accélère à partir de 1995, c'est le début de la "bulle Internet". D'immenses espoirs sont placés dans le réseau qui naît alors, les têtes tournent un peu trop. La bulle éclate début 2000 et le S&P 500 passe d'un plus haut à 1527 à un plus bas à 800 en 2002, soit une division par deux. Les attentas du 11 septembre 2001 rajoutant au marasme ambiant. C'est ici qu'intervient Alan Greenspan qui décide, pour soutenir l'activité, de baisser le taux directeur de la Fed. Funeste erreur ! La croissance revient, mais alimentée par la construction immobilière et les subprimes, une pure bulle de crédit. On connaît la suite l'histoire et le S&P 500 passe d'un plus haut à 1561 en 2007 à un plus bas à 683 en mars 2009.

Pourquoi le S&P 500 remonte-t-il depuis mars 2009 ? La croissance est-elle revenue ? Si peu. Ce sont les plans de Quantitative easing de la Fed, qui débutent à cette date, qui expliquent ce retournement. Depuis, cet indice ne cesse de progresser à un rythme comparable aux deux précédentes bulles, une similitude aussi révélatrice qu'inquiétante. Aucune croissance saine de l'économie ne vient justifier cette rapide hausse, d'un trimestre à l'autre les variations du PIB s'avèrent hésitantes et la tendance s'inscrit autour des 2%, aux Etats-Unis cela ne s'appelle pas une reprise. La baisse du taux de chômage provient essentiellement du découragement des chômeurs de longue durée qui sortent des statistiques (comme le prouve la baisse du taux de participation de la population à l'emploi).

Tout indique que nous nous trouvons dans la troisième bulle boursière, mais celle-ci s'envole bien plus haut que les précédentes (2000 points au moins donc, contre 1561 en 2007 et 1527 en 2000), pourquoi ? Le "carburant" de la première bulle boursière était une croyance démesurée en une rupture technologique, Internet (qui finalement mettra plus de temps que prévu à s'installer) ; celui de la deuxième bulle fut le crédit immobilier aux particuliers, c'est-à-dire une portion du crédit bancaire. Le ressort de la bulle actuelle

est bien plus puissant puisqu'il s'agit de la banque centrale américaine, la Fed, avec ses plans de Quantitative easing (rachat de bons du Trésor) et son taux directeur maintenu à zéro, tout cela durant plus de quatre années. Cette politique laxiste devrait bientôt prendre fin selon sa présidente Yanet Yellen. Nous verrons bien, mais la chute risque d'être douloureuse.

La France emprunte sans difficulté... parce qu'elle n'hésitera pas à ponctionner l'épargne des Français !

Le 4 septembre 2014

Lundi la France a emprunté à un taux négatif, ce qui veut dire que les investisseurs perdent de l'argent, ils payent pour confier leur argent ! Certes, il s'agit d'emprunts à court terme (3, 6 et 12 mois, pour un montant total de 8,2 milliards d'euros) et à des taux très légèrement en dessous de zéro (de -0,002% à -0,004%). Mais tout de même, cela ne s'était pas produit depuis mai 2013.

Au même moment l'Allemagne a également emprunté à des taux négatifs. Cependant la situation économique des deux pays n'a strictement rien à voir : l'Allemagne a dégagé un excédent budgétaire sur le premier semestre alors que la France n'arrive pas à limiter son déficit à 3% du PIB, le taux de chômage varie quasiment du simple au double de part et d'autre du Rhin, la balance commerciale allemande a dégagé un excédent de 200 milliards d'euros sur 2013 tandis que celle de la France affichait un déficit de 60 milliards. Et on pourrait continuer cette liste sur des pages entières (rentabilité des entreprises, pourcentage des PME exportatrices, niveau des investissements, qualité de la formation professionnelle, etc.). Comment deux pays aussi dissemblables peuvent-ils emprunter avec la même facilité sur les marchés internationaux ?

Si, ces deux pays possèdent un point commun : l'euro. Ca aide, surtout la France. Ceci dit, les investisseurs achètent de la dette française, à des conditions comparables à celle de l'Allemagne, comment expliquer cela ? Des analystes évoquent le "Flight to quality" (fuite vers la qualité) : les abondantes liquidités cherchant à se placer à travers le monde quittent les pays émergents, peu sûrs et dont les devises peuvent décrocher et, dans la zone euro, évitent les pays périphériques. Ne restent plus que l'Allemagne, l'Europe du Nord et la France.

Cette explication est en partie vraie, mais pas suffisante. Il y en a une autre : les Français épargnent beaucoup, entre 15 et 16% de leurs revenus (contre 10% en moyenne au niveau européen), ce qui se traduit par un pactole de 3.600 milliards d'euros d'épargne financière (livrets, comptes épargne, assurance-vie) logés dans les banques et les sociétés d'assurances. A un journaliste qui lui demandait si la France pouvait faire faillite, un ancien ministre des finances (François Baroin en 2012) avait répondu que la dette de la France est un "investissement sans risque" notamment parce que "la France a un niveau d'épargne élevé". Cet éphémère ministre avait trahi la ligne de conduite du pouvoir, par delà les alternances politiques : l'Etat n'hésitera pas à puiser dans l'épargne des ménages pour faire face à ses obligations (3.600 milliards d'épargne financière d'un côté, 2.000 milliards de dette publique de l'autre...). Et la qualité universellement reconnue de nos services fiscaux ne laisse aucun doute sur la réalité de cette menace. Voilà qui rassure les investisseurs internationaux. Nettement moins l'épargnant.

On sait déjà que les banques qui tombent en faillite pourront puiser dans les comptes de leurs clients pour se renflouer, en vertu d'une directive européenne (voir notre texte du 18 décembre 2013, mais une règle non écrite autorise l'Etat à faire de même, il faut en être conscient. Et comme la situation de la France se dégrade inexorablement (les

déficits ne se réduisent pas, la croissance est à zéro, le chômage continue d'augmenter), ce scénario risque vraiment de se produire. Face aux grands investisseurs internationaux, pour lesquels il ne faut pas négliger la dimension géopolitique (les fonds de pension US, les fonds souverains du Moyen-Orient, la banque centrale de Chine ; il ne fait pas bon se fâcher avec ces gens-là), l'épargnant français devra se sacrifier pour défendre "les intérêts supérieurs de l'Etat". On peut déjà imaginer, sur nos écrans de télévision, le ton compatissant mais ferme des plus hautes autorités de l'Etat nous expliquant "qu'il n'y a pas d'autres solution". Plus le temps passe, plus l'économie française s'enfonce dans la récession, plus ce scénario cauchemar devient probable.

Attention danger, Mario Draghi relance la planche à billets de la BCE

Le 11 septembre 2014

Mario Draghi a parlé, jeudi dernier, et tout le monde a considéré que ses annonces étaient importantes, la preuve, dans les minutes qui ont suivi, les marchés boursiers ont monté et l'euro a chuté face au dollar ! Qu'est ce qui explique cette brusque montée en température des marchés ? Rappelons ces décisions : le taux directeur passe de 0,15% à 0,05%, mais qui peut croire que cela change grand-chose ? Le taux de dépôt (pour les banques qui déposent leurs liquidités à la BCE) passe de -0,10% à -0,20%, le taux négatif étant sensé les décourager de le faire et les inciter à prêter cet argent aux entreprises... Là encore, personne n'imaginera que cela fasse repartir le crédit.

Vient ensuite l'annonce importante : la BCE va acheter de nouveaux actifs, et ce dès le mois d'octobre et pour des volumes significatifs. La Banque centrale européenne va acquérir des titres adossés à des actifs (ces actifs étant des crédits aux entreprises, des créances commerciales, des prêts immobiliers, etc.), des "ABS" (asset-backed securities) en anglais. C'est de la titrisation : la banque empaquète des crédits aux PME, et ce nouveau "paquet" devient un produit financier autonome qui génère des flux (constitué des remboursements des entreprises), puis elle le revend à la BCE et récupère ainsi des liquidités. L'équivalent pour les prêts immobiliers aux Etats-Unis s'appelait les subprimes, mais c'est juste un rappel pour rire. La BCE va également acheter des obligations émises par les banques (une banque peut se financer en émettant des obligations, comme une grande entreprise ou un Etat).

Voilà qui se révèle extrêmement intéressant pour les banques puisqu'elles vont pouvoir refourguer leurs créances de mauvaise qualité d'une part, et d'autre part lever de l'argent frais, le tout par la grâce de la BCE. Et pour financer ces achats, la BCE créera bien sûr de la monnaie *ex nihilo*, elle fera "tourner la planche à billets" comme on dit. Après les LTRO et autres plans d'aide aux banques, la BCE continue et amplifie son *Quantitative easing*.

Les montants annoncés sont élevés puisque le bilan de la BCE devrait passer de 2.000 milliards d'euros actuellement à 2.700 milliards, soit 700 milliards de plus d'actifs, à la qualité moyenne ou douteuse... Ce qui signifiera dans l'autre sens 700 milliards d'euros d'argent frais récupérés par les banques qui pourront ensuite, non pas prêter plus aux entreprises qui ne sont pas vraiment demandeuses compte tenu de la stagnation de l'économie, mais l'investir dans leur fructueuse branche de la "banque de marché" ; voici pourquoi les bourses ont apprécié cette annonce. Tout cela ne créera pas de croissance, mais des bulles, c'est certain.

Ce faisant, la BCE entre en conflit avec l'Allemagne, gardienne de l'orthodoxie monétaire, au moment même où le tout nouveau parti anti-euro AfD connaît ses premiers succès

électoraux. Angela Merkel, qui voit son parti et ses alliés conservateurs attaqués sur ses propres terres ne peut pas l'accepter. Il sera intéressant de suivre son bras de fer avec Mario Draghi.

Un autre problème doit également être évoqué, celui du profond conflit d'intérêt dans lequel se plonge la BCE. Dans le cadre de la mission de supervision bancaire qui lui a été confiée, la BCE commencera à étudier les comptes des banques européennes en novembre de cette année. Elle sera ainsi juge et partie, contrôleur des comptes, avec le pouvoir d'obliger une banque à se recapitaliser, et dans le même temps celle qui pourra apporter ces liquidités en rachetant ses actifs. C'est par ce processus qu'apparaissent les dérives, les bulles et les krachs, quand le pouvoir est trop concentré, les contre-pouvoirs faibles ou inexistants, quand la logique de marché est évacuée au profit d'intérêts partagés (le "crony capitalism" ou capitalisme de connivence). Mario Draghi nous emmène sur un chemin de plus en plus périlleux.

Le cash n'est pas un placement aussi tranquille qu'on le croit

Le 18 septembre 2014

Selon une étude de Deloitte, les réserves de cash des entreprises cotées en Europe, en Afrique et au Moyen-Orient (zone EMEA) battent des records avec un total 936 milliards d'euros. C'est 40% de plus qu'en 2007, soit juste avant la crise, et c'est tout le problème : les grandes entreprises gagnent de l'argent, mais elles ne savent pas trop quoi en faire.

La destination normale des profits, c'est l'investissement : "Les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain" selon la célèbre formule d'Helmut Schmidt, le Chancelier allemand de 1974 à 1982. Mais l'économie ne fonctionne plus comme ça, en tout cas depuis 2008, les entreprises n'investissent pas (pas autant qu'elles le pourraient) parce que la croissance est atone et la demande déprimée. Au lieu d'investir, ces entreprises préfèrent verser plus de dividendes à leurs actionnaires, ou réaliser des fusions-acquisitions (AstraZeneca-Pfizer, TWC-Comcast, General Electric-Alstom, Lafarge-Holcim pour les plus importantes de ces derniers mois). Verser des dividendes, cela ne crée pas de valeur en soi, il s'agit d'un simple transfert, et les grandes fusions-acquisitions, lorsque l'on regarde ces dernières décennies, en créent rarement ; il s'agit surtout, pour l'entreprise prédatrice, de renforcer sa position sur son marché.

Mais il n'y a pas que les grandes entreprises qui possèdent des montagnes de cash, c'est aussi le cas des banques centrales des pays ayant une balance commerciale excédentaire (la Chine, les pays pétroliers), des pays qui possèdent des fonds souverains (ces mêmes pays pétroliers). Et par surcroît, que font les banques centrales des Etats-Unis, d'Europe et du Japon ? Elles font tourner la planche à billets avec leurs plans d'assouplissement quantitatif, parce qu'elles pensent ainsi relancer l'activité... Tout cela mène à un excès de liquidités dans le monde, mais cette "préférence pour la liquidité" traduit essentiellement une défiance envers l'économie réelle et ses mornes perspectives. Le résultat on le voit : les placements bien notés par les agences de notation et bénéficiant d'une grande liquidité se portent au mieux (les marchés actions sont au plus haut, les taux sur la dette souveraine des grands pays au plus bas).

A défaut de pouvoir investir dans l'économie réelle, détenir des liquidités, quand l'inflation est faible ou nulle peut sembler un bon calcul, il peut même s'avérer gagnant en cas de déflation (le pouvoir d'achat de la monnaie augmente). Mais attention, la situation actuelle n'a rien de normale, elle traduit au contraire une économie malade, déséquilibrée, instable, qui n'est pas encore sortie de la crise déclenchée en 2008, et

dans laquelle les banques centrales jouent aux apprentis sorciers. Plusieurs dangers sont à prendre en compte : en premier, ce cash est déposé dans des banques, avec le risque de beaucoup perdre en cas de crise bancaire. D'autre part, trop de liquidités pour trop peu d'actifs, cela produit des bulles (actions et obligations souveraines en ce moment) qui éclatent un jour ou l'autre. Enfin la valeur de la monnaie peut brusquement s'effondrer en cas de défiance généralisée (le Japon, avec sa dette à 250% du PIB et une banque centrale en roue libre, peut faire office de candidat sérieux). Alors rappelons simplement que le meilleur moyen de se prémunir contre ces risques consiste, bien sûr, à acquérir de l'or physique, une valeur intrinsèque qui demeure parfaitement liquide contrairement aux autres actifs réels comme l'immobilier, en somme du cash sans les risques du cash. Voici une précaution que ceux qui détiennent des liquidités ne devraient pas négliger.

Pourquoi l'innovation ne génère-t-elle plus de croissance ?

Le 25 septembre 2014

La croissance moyenne en Europe, au Japon et aux Etats-Unis ne cesse de ralentir par rapport aux décennies précédentes, elle tend autour de zéro désormais pour les deux premiers et de 2% pour le troisième. Pourtant dans ces pays l'innovation demeure foisonnante, quantités de nouveaux services apparaissent, de nombreuses startups se lancent et lèvent des fonds, la recherche scientifique continue de faire des découvertes. Alors pourquoi cette inventivité (qui permet de faire plus et mieux avec moins) ne se traduit-elle pas par de la croissance économique ?

Il existe bien sûr une raison purement économique : le poids croissant de l'Etat dans l'économie, le montant des impôts et l'accumulation des réglementations qui découragent l'entrepreneur et étouffent l'initiative. Mais poursuivons sur le terrain de l'innovation.

C'est que l'innovation comporte un inconvénient, formulé par l'économiste Joseph Schumpeter : la "destruction créatrice". Au début elle rend obsolète des produits qui se vendaient bien, pousse à la faillite des entreprises trop sûres d'elles-mêmes, et détruit de l'emploi. C'est le processus normal du capitalisme, d'une société où règnent les libertés économiques. Seule cette voie permet l'enrichissement d'un pays, la hausse du niveau de vie et le plein emploi, par delà des crises de croissance.

Cependant, de plus en plus, l'Etat est tenté d'intervenir pour protéger les entreprises existantes. On l'a vu avec les banques lors de la crise de 2008, et cela continue aujourd'hui avec l'action des banques centrales qui maintiennent leurs taux au plus bas de façon à faciliter le refinancement du système bancaire. L'Etat fédéral américain a également aidé General Motors et d'autres grandes entreprises. On le voit aussi avec des innovations de rupture qui font face à la puissance étatique et aux corporatismes comme par exemple Uber, qui voit son développement entravé dans de nombreux pays sous la pression des taxis, ou Airbnb qui voit se dresser devant lui de nombreuses municipalités. Ce type d'alliance entre les grandes entreprises, les corporations et les pouvoirs publics afin de maintenir le statut quo, c'est ce qu'on appelle le "capitalisme de connivence" ("crony capitalisme"), qui prend malheureusement de plus en plus d'ampleur.

Mais il y a pire : l'Etat prétend parfois indiquer le sens du progrès et y consacre des sommes gigantesques, au point de déformer complètement les logiques de marché (effet d'aubaine, course à la subvention, satisfaire l'appel d'offre plutôt que s'interroger sur les besoins du consommateur). C'est le cas du réchauffement climatique et des dépenses astronomiques engagées dans l'éolien, le photovoltaïque, la lutte contre le CO2. Nous n'aborderons pas le problème de fond ici, mais nous remarquerons tout de même qu'un organisme international a été créé spécifiquement pour prouver ce réchauffement

(Intergovernmental Panel on Climate Change, GIEC en France) et que s'il en venait à invalider cette tendance il perdrait toutes ses subventions... voilà qui n'encourage pas forcément à l'objectivité scientifique.

Au final l'Etat se mêle de plus en plus de l'innovation, de ses applications dans la société comme des directions qu'elle doit prendre, à coup de réglementations et de subventions. Le marché, c'est à dire la rencontre des entrepreneurs et des consommateurs, a de moins en moins son mot à dire. Comment s'étonner ensuite que le flux d'innovation n'irrigue plus suffisamment l'économie ?

Vers un conflit entre l'Allemagne et la BCE ?

Le 2 octobre 2014

Les tensions s'accroissent entre l'Allemagne et la Banque Centrale Européenne, et cette fois elles s'expriment ouvertement, à travers une intervention du ministre des finances Wolfgang Schäuble devant le parlement allemand, le Bundestag. L'homme fort d'Angela Merkel occupe le poste clé des finances depuis 2009, ses déclarations ne sont donc pas à prendre à la légère.

Wolfgang Schäuble commence d'abord par exprimer ses réticences face à la volonté de la Banque Centrale Européenne, récemment annoncée par Mario Draghi, d'acheter des prêts titrisés ainsi que des obligations bancaires, c'est-à-dire de continuer à apporter des liquidités aux banques et de faire enfler le bilan de la BCE. Ensuite il pointe un vrai problème de fond dont nous avons déjà parlé ici, celui du conflit d'intérêt dans lequel va se retrouver la BCE. En effet, à partir du mois de novembre, celle-ci doit s'occuper de la supervision des 120 principales banques de l'Union européenne. Elle va donc étudier leurs comptes en profondeur, mesurer leur solidité financière, passer en revue l'ensemble de leurs actifs. Et dans le même temps, elle pourra acheter ces mêmes actifs qu'elle connaîtra comme personne sur le marché. La BCE sera juge et partie, sans avoir de comptes à rendre à aucune autorité, décidant seule de sauver ou pas telle ou telle banque. Etant donné le penchant laxiste de Mario Draghi, on peut surtout prévoir qu'il aura tendance à renflouer indéfiniment des banques devant être restructurées, ce qui aura pour conséquence de dégrader encore le bilan de la BCE...

Wolfgang Schäuble demande justement la séparation, au sein de la BCE, de la politique monétaire et des missions de supervision bancaire. Certes, mais il aurait fallu y penser avant et confier cette supervision à une autre structure ! Et puis sérieusement, si une telle séparation est concédée par Mario Draghi, quelle valeur aura-t-elle ? Les grandes banques nous vendent l'existence d'une "muraille de Chine" entre le département crédit (qui détient de ce fait des informations pointues sur les entreprises que le marché ignore) et celui des fusions et acquisitions, l'expérience montre qu'il ne faut pas lui accorder beaucoup de valeur.

En plus des mises en garde du ministre des finances, d'autres sources de conflits existent. La cour constitutionnelle de Karlsruhe pourrait bloquer un éventuel plan de *Quantitative easing* sensé venir en aide à un pays en difficulté (il s'agit du programme OMT annoncé en septembre 2012 par Draghi). D'une toute autre nature, les succès électoraux du nouveau parti AfD, Alternative für Deutschland (anti euro), qui grignote sur l'électorat de la CDU, celui d'Angela Merkel, pourraient pousser Berlin à durcir ses positions face à la BCE.

L'euro était un "super deutsche mark" lors de sa création, il a été vendu comme tel aux marchés. Les crises de la Grèce, de Chypre, des dettes souveraines en 2011 (les taux italiens et espagnols qui flambent) ont déjà obligé à une large intervention de la Banque

Centrale Européenne, bien plus que ce que souhaitaient les Allemands. La poursuite d'une politique laxiste et opaque, au moment où la Fed réduit son QE et parle de remonter ses taux, accentue les divergences. L'euro a déjà perdu 10% en quatre mois face au dollar, une telle glissade ne se voyait pas au temps du deutsche mark ! Cela ne peut pas plaire à Berlin. Il est difficile de prévoir comment un clash pourrait se matérialiser, mais on y progresse à grands pas.

Le marché des changes, nouveau terrain de jeu des banques centrales ?

Le 9 octobre 2014

Les banques centrales n'en parlent pas, mais on ne peut pas croire que cela ne fasse pas partie de leur politique, que ça constitue même sans doute leur nouvelle stratégie de rechange : la manipulation du cours des monnaies.

L'injection de liquidités, ça ne marche pas, les taux zéro non plus. Les espoirs de reprise économique se sont envolés, la croissance est désespérément nulle. La déflation menace, ce qui rendrait le poids des dettes publiques absolument insupportable. Que faire ? Mais si, il reste un instrument : dévaluer sa monnaie. Les avantages attendus sont multiples : relance des exportations et donc de la croissance, inflation importée (par le renchérissement du prix des matières premières) et donc éloignement du spectre de la déflation, la solution idoine !

La Banque du Japon (BoJ), toujours en avance sur les autres, actionne ce levier depuis longtemps déjà, le yen a perdu 20% de sa valeur face au dollar durant l'année 2013 et 15% depuis janvier 2014. Le dollar a franchi mercredi 1er octobre la barre symbolique des 110 yens pour la première fois depuis la crise financière de 2008, début 2012 il valait 76 yens, on mesure la dégringolade de la monnaie nippone. En ce qui concerne l'euro, l'évolution est plus récente mais pas moins importante puisqu'il a perdu 10% face à la monnaie américaine sur les quatre derniers mois, ce qui représente un décrochage significatif sur ces marchés très vastes et habituellement calmes. Les déclarations de Mario Draghi souhaitant étendre ses rachats d'actifs, et celles de Janet Yellen annonçant la fin du Quantitative easing expliquent ce mouvement.

Mais au fait, est-ce que ça marche ? La croissance est-elle repartie au Japon, la menace déflationniste a-t-elle disparue ? Pas du tout, comme chacun le sait, mais cela n'empêche pas la BoJ de persévérer... En réalité les bénéfices "attendus" d'une dévaluation relèvent largement de mirages (keynésiens) aussi illusoire que ceux de la planche à billets qui relancerait la croissance ou du taux zéro qui inciterait les entreprises à investir. Ponctuellement et à court terme des bénéfices peuvent certes apparaître, mais s'il suffisait de dévaluer sa monnaie pour retrouver instantanément productivité et croissance, ça se saurait.

Par contre, ce petit jeu risque stérile de dégénérer. Une monnaie qui perd de sa valeur, cela représente une perte sèche pour les investisseurs étrangers qui ont acquis des actifs libellés dans cette monnaie, que ce soit des actions ou des obligations d'Etat, et cela les incite à s'en débarrasser. Des turbulences sont à prévoir ! Le Japon est à l'abri pour sa dette publique (détenue à plus de 95% dans le pays), pas l'Europe.

Surtout, le grand risque provient des Etats-Unis car ils n'ont pas pour habitude d'avoir un dollar fort. On se rappelle leur colère contre le yuan chinois sous-évalué, le Japon s'y

remet depuis la crise de 2008, et voici que la BCE entre dans la danse ! La Fed ne peut pas rester sans réagir face à une trop forte remontée du dollar (voici un excellent argument pour la Yellen de prolonger le QE ou les taux zéro). Et si la Fed se met également à jouer sur ce terrain, les pays émergents ne pourront pas rester l'arme au pied, eux dont beaucoup dépendent de la monnaie américaine. Une période de "dévaluations compétitives", de troubles, sinon de guerre des changes peut survenir, avec tous les dégâts que cela provoquerait en retour sur l'ensemble des autres actifs financiers...

Avec leurs politiques laxistes, les banques centrales avaient déjà provoqué des bulles un peu partout ainsi qu'un écrasement des primes de risque qui rend les marchés littéralement aveugles. Seul le marché des changes demeurerait relativement calme, à l'écart de ces turbulences, cette période risque de bientôt s'achever.

Les régulateurs et les banques s'entendent sur le dos des épargnants

Le 16 octobre 2014

C'est souvent le week end que les choses importantes se passent en finance, quand les marchés sont fermés, quand les négociations et les bruits de couloirs ne peuvent pas avoir de répercussions ou profiter à des initiés, et quand les médias tournent sur les faits divers et la météo. Un accord important a été signé samedi 11 octobre entre les grandes banques mondiales "sous la pression des régulateurs" précise la dépêche AFP, et il concerne les produits dérivés, et plus spécifiquement les CDS (Credit default swap). Ces derniers sont des assurances permettant de se couvrir contre le défaut d'un pays sur sa dette ou la faillite d'une entreprise.

L'idée de départ est séduisante puisqu'il s'agit d'une protection contre la faillite d'un actif que l'on détient, qui trouverait à y redire ? Le problème est que ces produits ont été vendus en grande quantité par les banques et qu'elles ne possèdent pas forcément les fonds propres nécessaires en cas de défaut, ce qui les mettrait elle-même en faillite, provoquant un effet domino catastrophique. On a pu le voir lors de la crise de septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers, gros trader sur le marché de ces produits dérivés, qui avait donné lieu à un débouclage massif de contrats dérivés avec la banque, ce qui avait provoqué le chaos sur les marchés financiers.

Les régulateurs des grands pays font valoir qu'un délai, aussi minime soit-il, pourrait permettre à une banque défaillante de pouvoir se recapitaliser et éviter un effet de panique sur les marchés financiers. L'Association internationale des swaps et dérivés (ISDA), l'organisme représentant le secteur bancaire, a ainsi accepté d'abandonner le principe du débouclage automatique ("close out") des contrats si une institution financière se trouve en difficulté. En cas de défaillance d'une grande banque "too big to fail", les régulateurs auront le temps de mettre au point une solution pour éviter une faillite "désordonnée" aux conséquences potentiellement explosives.

On peut penser que la signature de cet accord traduit le fait que le risque de faillite de grandes banques existe bel et bien, ce qui n'est pas rassurant. Néanmoins cet accord constitue objectivement une bonne chose puisqu'il qu'il éloigne un risque d'effet domino catastrophique. Mais attention, on sait désormais comment les régulateurs s'y prennent pour résoudre les crises bancaires, la méthode a été inaugurée à Chypre au printemps 2013 et écrite dans une directive européenne qui entrera bientôt en vigueur (le 1^{er} janvier 2016). Ce sont les comptes des épargnants qui servent à renflouer les pertes bancaires, une ponction est directement opérée sur leur épargne afin de restaurer la

solvabilité de la banque. A Chypre comme dans la directive, seuls les comptes de plus 100.000 euros sont concernés, mais cela ne suffira évidemment pas en cas de crise grave, et on peut être certains que tous les comptes seront touchés.

Cet accord arrange les régulateurs et les banques, qui éloignent ainsi un risque destructeur et très difficile à maîtriser, mais il faut bien comprendre qu'il se fait sur le dos de l'épargnant qui a placé ses économies dans le circuit bancaire et qui, lui, n'a pas son mot à dire.

Les obligations souveraines, dernier rempart avant l'effondrement ?

Le 23 octobre 2014

La semaine dernière a été mouvementée sur les marchés boursiers, avec de forts reculs à Londres, Francfort, Paris et New York. Un mini-krach mais rien de sérieux, un simple avertissement qui traduit une crainte diffuse des investisseurs : et si le temps des désillusions était venu ? En Europe et au Japon, les indices des marchés actions sont en-dessous de leur niveau du 1^{er} janvier 2014, et à peine au-dessus aux Etats-Unis.

Le problème de fond est que la liquidité mondiale ne cesse d'augmenter à un rythme bien plus élevé que la croissance économique réelle. Même si la Fed arrête son plan de Quantitative easing, la Banque du Japon accélère le sien et la Banque Centrale Européenne relance son propre plan, notamment en voulant racheter des actifs bancaires. Et puis toutes ces banques centrales maintiennent les taux à zéro ce qui facilite l'expansion monétaire. Résultat, toute cette monnaie excédentaire, qui ne trouve pas à s'employer dans l'économie réelle (le crédit aux entreprises ne repart pas), se retrouve sur les marchés et fait monter le prix des actifs. D'où les performances des bourses depuis 2009 (mars 2009 exactement, date du premier QE de la Fed).

Mais à un certain niveau de valorisation, les prix des actifs risqués (actions, obligations d'entreprises) ne progressent plus parce que les investisseurs se rendent compte que, manifestement, les primes de risque ne couvrent plus le risque. Et cette crainte est d'autant plus renforcée que les espoirs d'une véritable reprise économique s'envolent (le FMI a rabaisé ses prévisions, une série de mauvais chiffres ont récemment été publiés aux Etats-Unis et de l'Allemagne).

Comment réagissent les investisseurs ? Ils se reportent vers le dernier actif considéré comme sûr et se dirigent alors vers les dettes souveraines sans risque, c'est à dire celle des Etats-Unis et de l'Allemagne principalement. Parce qu'on assiste dans le même temps à une plus grande différenciation des dettes publiques : la Grèce est abandonnée et voit ses taux dangereusement remonter, l'Espagne et l'Italie sont délaissées et ne profitent pas de cet afflux, la France en profite un peu, mais pas autant que l'Allemagne avec qui les écarts de taux s'accroissent. Le compartiment obligataire devient plus différencié, plus volatile, en un mot plus dangereux. Mais les dettes considérées comme sûres en profitent et, comme on l'a constaté, leurs taux ont baissé au moment de la tourmente boursière de la semaine passée.

La dette publique américaine représente certes un volume gigantesque, cependant sa capacité d'absorption n'est pas infinie. Sa crédibilité non plus. Même si la Fed est derrière et peut imprimer ce qu'elle veut pour satisfaire les échéances, à un moment donné la défiance apparaîtra. Ce moment n'est pas encore venu, mais nous sommes ici clairement sur le dernier rempart qui fait encore tenir le système monétaire et financier debout. Que celui-ci vienne à céder et la panique sera généralisée.

Si, il existe encore un rempart, mais les autorités monétaires n'y croient pas, ni les grands investisseurs ou les banques. Il s'agit de l'or bien sûr. Celui-ci n'a jamais cédé au cours de l'histoire mais attention, il n'y en aura pas pour tout le monde !

L'info de la BCE qui démontre que les banques vont mal

Le 30 octobre 2014

Dimanche dernier la Banque Centrale Européenne a donc rendu son verdict sur les stress tests qu'elle mène depuis plusieurs mois, et cette fois plusieurs banques manquent l'examen. Les précédents stress tests menés en 2009 et 2011 avaient sérieusement entamé la crédibilité de la BCE en ne détectant rien du tout (les banques irlandaises avaient obtenu un satisfecit avant de faire faillite quelques mois plus tard, idem pour Dexia). Cette fois 25 banques échouent, sur 130 contrôlées au total, ce qui n'est pas rien.

Faut-il pour autant prendre ces tests au sérieux, comme s'empressent de le faire les grands médias ? Pas vraiment. Déjà parce que cette liste ne compte que des banques de seconde catégorie, des banques chypriotes et grecques (pour lesquelles il n'y a nul besoin de réaliser des tests pour savoir qu'elles sont en faillite), ainsi que des banques italiennes. Les seuls établissements importants sont Dexia et Monte dei Paschi, dont les difficultés sont connues depuis longtemps. Aucune grosse banque systémique européenne ne figure parmi les recalés, et pour cause, la chute de l'une d'entre elles provoquerait une crise destructrice (on l'a vu avec Lehman Brothers) ! La BCE s'est limitée à désigner quelques petits canards boiteux de façon à rassurer les marchés.

Il n'y a pas non plus de quoi être rassuré lorsque l'on regarde, justement, les scénarios "noirs" retenus par la BCE pour les différents pays européens : une baisse des prix de l'immobilier de l'ordre de 20% ainsi qu'une baisse du même niveau des indices boursiers (seulement !), un taux de chômage à peine plus élevé que le taux actuel (12,2% en France contre 10,9 aujourd'hui, 27,1% en Espagne contre 23,2 aujourd'hui, 14,4% en Italie contre 12,2 aujourd'hui), une déflation limitée (-0,3% en France, +0,6% en Italie), une hausse des taux d'intérêt inférieure à ce qu'on déjà vécu certains pays (5,8% pour l'Italie alors qu'elle a été à 7,4%, 5,6% en Espagne alors qu'elle a été à 7,6%), et enfin une "récession" plus que limitée (-1,1% pour la France, -1,6% pour l'Italie, -1,0% pour l'Espagne). Ce dernier chiffre évoque plus une poursuite du ralentissement actuel qu'une véritable crise, ces scénarios manquent singulièrement de stress !

On notera également que le principal risque a été oublié : la dette souveraine. Un pays ne peut pas faire faillite comme chacun sait (sauf la Grèce, sauf Chypre... pour l'instant). Il ne faut pas se fâcher avec les grandes banques ni avec les Etats, la BCE est vraiment bien élevée.

Et puis, deux jours plus tard, comme par inadvertance, la BCE publie un chiffre qui aurait du faire l'effet d'une bombe mais ne sera finalement pas repris dans les médias : les banques européennes ont 880 milliards d'euros de créances douteuses (c'est-à-dire en retard de paiement depuis au moins 90 jours), et ce chiffre représente 4% de leur bilan. 4% ça ne paraît pas beaucoup, mais cela correspond à leur effet de levier moyen, c'est-à-dire le rapport entre leurs fonds propres et leurs engagements, le total de leur bilan, le levier "brut", sans pondération des risques (par exemple pour BNP Paribas : 1800 milliards d'actif total pour 72 milliards de fonds propres, soit $72/1800=0,04$ donc 4%, Deutsche Bank est à 3,1%, Société Générale à 3,3%, ING Bank à 4,6%).

Le chiffre de 4% est dans la moyenne de l'effet de levier des banques en Europe. Alors même si ces créances ne sont pas perdues en totalité (les paiements peuvent reprendre,

la banque peut saisir l'actif du créancier pour le revendre), on découvre tout de même que les créances douteuses des banques européennes sont au même niveau que leurs fonds propres... Autrement dit, elles sont virtuellement en faillite. Merci à la BCE pour cette info !

Etats-Unis : les électeurs meilleurs que les économistes

Le 6 novembre 2014

Quel chef d'Etat rêverait de se présenter à des élections avec une croissance de 3,5% et un taux de chômage de 5,9%, ce serait pour lui l'assurance de voir son camp triompher sur ses adversaires. Et pourtant Barack Obama et les Démocrates viennent de perdre les élections de mi-mandat (midterm), ils étaient minoritaires au Congrès et s'enfoncent encore plus, et ils perdent la majorité au Sénat au profit des Républicains.

Il n'y a aucune injustice dans ce résultat, au contraire, il met en évidence le fait que la manipulation des statistiques a des limites, tout simplement. Ce ne sont pas les "économistes", les éditorialistes, les dirigeants politiques qui se sont exprimés, mais le peuple américain, et il sait que le chômage est grossièrement sous-estimé, notamment parce que des millions de chômeurs découragés sont sortis des statistiques. Il se rend également compte que la planche à billets de la Fed a provoqué un "effet richesse" (les QE font monter la bourse et enrichit ceux qui possèdent des actions) qui génère un peu de croissance, certes, mais tout cela est bullaie, fragile. La situation générale des Américains ne s'est pas améliorée depuis la crise de 2008, et ils viennent de le faire comprendre.

Ce fameux Quantitative easing (QE), qui a servi à masquer la misère, a fait exploser le bilan de la banque centrale américaine de 800 milliards de dollars avant la crise à 4.500 milliards de dollars aujourd'hui. Toute cette dette n'a au final généré qu'un rebond limité du PIB, le rendement est déplorable, il est vrai que cet argent a surtout servi à gonfler les indices boursiers ! La présidente de la banque centrale, Janet Yellen, a annoncé la fin du QE, mais la réalité est plus complexe : la Fed a indiqué qu'elle continuera à réinvestir le produit des titres arrivant à maturité et à les garder à son bilan, autrement dit son bilan ne se contractera pas et elle continuera à faire un "mini QE" avec le produit de ses titres arrivant à échéance. Et surtout le taux directeur à 0% le restera encore longtemps, permettant ainsi au système bancaire de se financer à des taux réels négatifs, une rente hallucinante.

Bref, ces élections midterm c'est un peu le retour du réel, et il n'est pas joli à voir. Il faut le prendre comme un avertissement supplémentaire de l'inutilité, et même de la nocivité, des plans de Quantitative easing tels qu'ils sont pratiqués à travers le monde.

INDEX

A

Abe, Shinzo, 16, 17, 26, 32, 72
Allemagne, 12, 17, 24, 28, 29, 30, 33, 35, 39, 42, 46, 52, 57, 75, 79, 80, 88, 89, 91, 94, 95, 98
assouplissement quantitatif *Voir* Quantitative easing
AXA, 35

B

Bâle 3, 59
Bâle III, 13, 14, 15, 53, 54, 86
banque centrale, 8, 11, 12, 13, 15, 16, 19, 23, 26, 28, 29, 30, 32, 33, 36, 45, 46, 48, 49, 50, 53, 54, 56, 57, 61, 62, 65, 67, 71, 72, 73, 75, 78, 85, 86, 94, 95, 97
Barclays, 18, 35, 71
BCE, 8, 12, 15, 16, 19, 21, 25, 28, 29, 33, 37, 46, 48, 49, 50, 57, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 78, 79, 81, 82, 83, 90, 95, 96, 98
Bernanke, 8, 12, 23, 31, 46, 48, 49, 56, 65, 66
bitcoin, 54, 55, 58
BNP Paribas, 22, 35, 81, 82
BoJ, 16, 17, 21, 26, 61, 62
bulle, 12, 13, 16, 18, 19, 22, 28, 30, 31, 32, 33, 36, 38, 39, 45, 46, 47, 48, 49, 54, 56, 60, 62, 64, 65, 66, 69, 70, 72, 78, 79, 80, 82, 85, 88, 91, 92, 93, 95, 96, 97

C

Cantillon effet, 62
CDS, 18, 63, 81
Chine, 26, 31, 32, 33, 36, 43, 58, 64, 72, 79, 84, 88, 92, 95, 96, 98
chômage, 9, 12, 13, 22, 33, 41, 56, 63, 66, 68, 69, 78, 79, 93, 94, 95
Chypre, 23, 24, 25, 26, 27, 29, 41, 43, 47, 50, 51, 54, 55, 56, 59, 68, 77, 84, 86, 90, 98
collectivités locales, 10, 11
création monétaire, 8, 12, 22, 72, 73
Crédit Agricole, 18, 35, 67
crony capitalism, 18, 83, 96

D

déficit budgétaire, 8, 16, 17, 23, 30, 42, 47, 51, 64, 65, 69, 70, 72, 77, 80, 87
déflation, 17, 60, 73, 79, 80, 96
dette publique, 8, 11, 16, 23, 26, 33, 34, 47, 50, 51, 61, 62, 69, 72, 75, 77, 80, 92, 94
Deutsche Bank, 29, 35, 71, 81, 89, 90
Dexia, 10, 18, 35, 60, 66
Dodd-Franck, 17
Dow Jones, 22, 23, 45, 48, 49, 52, 56, 66, 78, 88, 90, 93
Draghi, Mario, 8, 28, 29, 37, 48, 50, 57, 79, 82, 83, 95, 96, 98

E

Egan-Jones, 17
épargnants, 13, 22, 24, 27, 28, 51, 55, 59, 62, 63, 74, 84, 87, 90, 91
Espagne, 11, 19, 20, 21, 24, 25, 26, 28, 36, 41, 47, 54, 57, 59, 61, 63, 64, 65, 67, 68, 75, 80
Etat, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 19, 23, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 37, 42, 43, 48, 49, 50, 53, 54, 63, 64, 66, 68, 74, 76, 77, 79, 81, 83, 84, 87, 88, 90, 92, 94, 95, 97, 98
Etats-Unis, 8, 9, 12, 15, 17, 22, 23, 31, 32, 36, 38, 39, 41, 42, 46, 48, 49, 52, 53, 55, 58, 60, 61, 66, 69, 70, 71, 73, 74, 78, 79, 80, 81, 82, 85, 87, 88, 89, 91, 93, 95, 96, 97
Europe, 8, 10, 11, 21, 22, 24, 26, 27, 28, 29, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 41, 42, 46, 55, 56, 60, 61, 63, 67, 68, 71, 73, 75, 76, 77, 81, 82, 83, 85, 88, 91, 94, 96, 97

F

Fed, 8, 12, 13, 15, 16, 21, 22, 23, 31, 38, 41, 45, 46, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 55, 56, 57, 61, 62, 65, 66, 69, 70, 74, 78, 81, 84, 86, 89, 93, 94, 99
FMI, 24, 26, 27, 28, 47, 50, 51, 56, 59, 62, 66, 68, 74, 75
France, 11, 13, 17, 28, 32, 33, 34, 35, 42, 47, 52, 58, 59, 61, 67, 68, 75, 76, 77, 79, 80, 88, 91, 92, 94, 98

G

Goldman Sachs, 10, 37, 44, 45, 81, 82
Grèce, 10, 11, 18, 19, 20, 21, 24, 25, 28, 34, 37, 41, 47, 65, 68, 72, 75, 77, 86, 90, 98
Greenspan, Alan, 12, 93

H

Hollande, François, 11, 34, 38, 76, 91
HSBC, 18, 71

I

inflation, 8, 9, 12, 17, 21, 22, 33, 38, 39, 43, 49, 54, 62, 65, 69, 73, 76, 78, 79, 88, 96
Irlande, 11, 19, 20, 25
Italie, 11, 18, 20, 21, 24, 25, 28, 35, 37, 41, 47, 54, 57, 59, 61, 63, 64, 67, 68, 72, 75, 77, 80, 91

J

Japon, 8, 16, 17, 26, 31, 32, 33, 36, 38, 39, 46, 60, 65, 72, 73, 74, 79, 80, 88, 96, 97
JP Morgan, 10, 29, 74, 81, 82, 87, 89

L

Laffer, courbe de, 34
Lagarde, Christine, 26, 27, 51
Lehman Brothers, 20, 23, 32, 48, 63, 69, 74, 85, 90
Libor, 9, 18, 30, 71
liquidités, 15, 26, 39, 53, 57, 61, 64, 66, 70, 79, 82, 88, 94, 95, 96, 98
Liquidity Coverage Ratio, LCR, 15
LTRO, 15, 21, 28, 46, 48, 49, 50, 57, 61, 64, 75, 79, 83, 95

M

Merkel, Angela, 12, 47, 52, 96, 98
monétisation *Voir* Quantitative easing
Monte dei Paschi, 18, 48, 64

N

Natixis, 35, 39, 61

O

Obama, 8, 41, 52
or l', 8, 14, 20, 23, 24, 31, 32, 38, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 48, 51, 52, 54, 55, 58, 60, 71, 72, 89, 90, 91, 92, 97

P

pays émergents, 23, 31, 42, 43, 46, 48, 64, 65, 66, 73, 88, 94
Portugal, 11, 19, 21, 24, 25, 28, 42, 47, 65, 75, 80
PPP, 10, 11
produits dérivés, 10, 18, 19, 29, 37, 58, 63, 80, 81, 89, 90

Q

QE *Voir* Quantitative easing

Quantitative easing, 8, 12, 23, 41, 42, 45, 46, 48, 50, 56, 57, 62, 65, 66, 69, 70, 75, 78, 84, 89, 93, 94, 95, 98

R

Reagan, Ronald, 38, 93

Royaume-Uni, 11, 35, 74, 88

S

Sarkozy, Nicolas, 11

Société Générale, 18, 27, 35, 67

Solvabilité 2, 13

Suisse, 24, 35, 85

T

titrisation, 95

U

UBS, 18, 71

V

Volker, Paul, 12

Z

zone euro, 11, 12, 19, 20, 23, 24, 25, 28, 33, 35, 37, 38, 39, 43, 47, 48, 50, 53, 61, 63, 65, 66, 68, 74, 76, 79, 80, 83, 88, 89, 91, 92, 94