

Lundi Finance

Quatre économistes pour penser 2011

**Avec la participation de
Michel Juvet**

Analyste financier et membre du comité de direction de Bordier & Cie

Par Propos recueillis par Sébastien Dubas, Mathilde Farine et Frédéric Lelièvre

Lundi 3 janvier 2011

L'année qui débute marquera-t-elle la fin de la crise? Les pistes des chroniqueurs du «Cœur des marchés»

Pour se projeter dans l'année 2011, Le Temps a interrogé les chroniqueurs du «Lundi Finance». A tour de rôle, ces spécialistes de l'économie et de la finance vous livrent leurs vues personnelles dans le rendez-vous hebdomadaire intitulé «Au cœur des marchés».

Pour la première fois, nous les avons réunis pour débattre des thèmes qui feront l'actualité de cette nouvelle année. Zone euro, croissance américaine, force du franc, guerre des monnaies, puissances émergentes... sans oublier les questions de placement que se posent les investisseurs. François Gilliéron, conseiller indépendant, Michel Girardin de l'Union bancaire privée, Andreas Hoefert d'UBS et Michel Juvet de Bordier apportent leurs réponses.

Le Temps: Le Sommet de l'Union européenne, mi-décembre, n'a pas débouché sur d'importantes décisions. Combien de temps la zone euro peut-elle tenir?

Andreas Hoefert: Elle peut tenir très longtemps en allant de crise en crise. Le Portugal sera touché, puis l'Espagne. A ce moment-là, une réflexion pourra commencer pour trouver un moyen de sortir de cet engrenage. La seule porte de sortie se trouve dans une intégration économique, sociale et des politiques budgétaires plus importantes. Mais ce n'est pas la voie prise par les politiciens aujourd'hui.

Michel Juvet: Cela dépendra surtout de l'Allemagne et de sa façon de juger les coûts et les bénéfices qu'implique sa présence dans la zone euro. C'est une question poli-

tique, car économiquement, on arrive tous à la même réponse.

Michel Girardin: Il est important de créer les bases des Etats-Unis d'Europe. Mais pour l'instant, on parle de financement sans résoudre la question de la dette. Or les marchés sont très sceptiques, ce qui provoque une hausse des taux et un cercle vicieux puisque cela augmente la charge de la dette. Ce sont les marchés qui dictent le «timing» possible de l'implosion.

François Gilliéron: Ce sont surtout ses adversaires qui se plaisent à parler d'implosion, donc les Anglo-Saxons. Cependant, vu l'ampleur de l'endettement américain, l'Europe a encore beaucoup de marge en la matière: elle aussi pourrait se mettre à imprimer de la monnaie...

Michel Girardin: Ce serait une mauvaise solution à un vrai problème. On suivrait l'exemple américain, qui est celui du mauvais élève. On peut réduire le problème de l'endettement en stimulant la croissance. Mais à un moment donné, il faudra en payer le prix: une inflation qui ne sera pas liée à une surchauffe économique, mais qui sera bien plus grave parce qu'elle viendra de la défiance envers les banques centrales et la monnaie papier.

- L'Europe fait-elle tout faux?

- Michel Juvet: Non. Le «timing» est mauvais, mais le raisonnement est intéressant. Elle essaie de coordonner les politiques budgétaires et met la pression sur les pays trop endettés. Parallèlement, elle essaie de se montrer solidaire en ce qui concerne les dettes, ce

qui paraît juste lorsqu'on est dans une zone monétaire unifiée. Les réticences de l'Allemagne à augmenter la taille du fonds de stabilisation sont en revanche incompréhensibles. Dans ces problèmes il vaut mieux anticiper que réagir, et d'ailleurs cela ne lui coûterait pas grand-chose. Berlin craint le moment où elle aura tellement aidé les autres pays et augmenté tellement sa dette que ses coûts de financement grimperont. Avant d'en arriver là, on peut mettre en place un fonds de 1000 à 2000 milliards d'euros [ndlr: il pèse aujourd'hui 440 milliards]. Dans ce cas, l'augmentation potentielle de sa dette l'amènerait à environ 100% du PIB, ce qui correspond à la moyenne européenne.

– M.Gi.: On ne demande pas à l'Etat de Washington de payer pour celui de l'Arkansas. Pourtant, il existe des différences en termes d'endettement et de richesse qui sont parfois plus marquées entre Etats américains qu'entre l'Allemagne et la Grèce. Les Etats-Unis disposent de mécanismes compensatoires, ce qui n'est pas le cas en Europe. Qui ne peut pas non plus se servir de la monnaie pour regagner de la compétitivité. Aujourd'hui, l'ajustement se fait donc par des mesures qui pourraient conduire à une spirale de la déflation de la dette, à des récessions, voire des dépressions.

– F.G.: La vraie question qui se pose derrière le maintien de l'euro, c'est la réalité d'une politique de puissance européenne. La monnaie unique est l'un des rares domaines où le Vieux Continent a peu de concurrents au niveau mondial.

– *Le rééchelonnement des dettes ne pourrait-il pas éviter tous ces problèmes?*

– A.H.: Oui. Je ne vois d'ailleurs pas pourquoi l'Irlande est derrière ses banques. On aurait pu commencer

à faire payer les privés dès ce moment.

– **Michel Juvet**: La question est plutôt: quand faut-il restructurer la dette? Aujourd'hui, les risques sont trop importants pour le système bancaire européen et les Etats ne sont pas suffisamment assainis pour lancer un processus de restructuration. Il est inutile de le faire tant que les déficits budgétaires courants sont trop importants. Il faut attendre en tout cas deux ans.

– M.Gi.: Dans certains pays, la situation n'est pas si dramatique. En Italie, l'intérêt de la dette représente l'essentiel du déficit. On parle d'une restructuration après 2013. Mais pour les marchés, cela signifie qu'il faut se débarrasser des obligations sur les PIIGS [ndlr: Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne] dès maintenant.

– *Pour certains, une restructuration est risquée car les banques ont trop investi dans ces pays. Il faudrait alors les recapitaliser...*

– A.H.: La Banque centrale européenne devrait résoudre ce problème – comme la Fed l'a fait avec le «subprime» – en faisant passer les dettes des PIIGS sur son bilan.

– **Michel Juvet**: Quid de l'indépendance de la banque centrale dans ce cas? On lui demande d'intervenir dans la gestion publique.

– M.Gi.: C'est bien ce que fait la Fed. On est dans une configuration où il s'agit de choisir la stratégie qui fera le moins de mal.

– **Michel Juvet**: C'est un point intéressant qui est soulevé. Car si tout le monde s'est inquiété des dettes européennes en 2010, personne ne s'inquiète de la dette américaine. Puisque ce sont les créanciers qui mènent la barque, quand vont-ils – la Chine, le Japon et la

Grande-Bretagne en particulier – s'inquiéter de la situation américaine?

– M.Gi.: Les Chinois s'en inquiètent déjà fortement. Ils détiennent des wagons de dette américaine. A mon avis, on va aller vers un rééquilibrage du monde. On ne peut continuer à vivre avec cet impérialisme économique des Etats-Unis ad aeternam où ils continuent d'imprimer de la monnaie.

– *A propos des Etats-Unis: vont-ils finir par recréer de l'emploi?*

– A.H.: Je ne pense pas pour les trois ou quatre prochaines années. Lors de la récession précédente, au début des années 2000, la poussée du chômage a été telle qu'il a fallu cinq ans pour la résorber. Maintenant, nous avons atteint un pic près de deux fois plus élevé. En outre, la situation du marché immobilier rend plus difficile la mobilité vers les Etats où se créent davantage d'emplois parce qu'il n'est pas toujours possible de céder son logement.

– **Michel Juvet**: La situation pourrait devenir temporairement plus positive. Surtout avec le dernier plan budgétaire américain. Si les entreprises peuvent anticiper une croissance meilleure qu'attendu, elles peuvent investir dans les capacités et recruter. Il pourrait donc y avoir des créations d'emplois, même si cela ne veut pas dire que le chômage va baisser. Les entreprises se sont d'abord concentrées sur l'amélioration de leurs marges bénéficiaires.

– A.H.: Le désendettement du secteur privé va certes continuer, mais on force les Américains à consommer alors qu'ils sont toujours endettés, ce qui n'est pas très efficace. Les entreprises n'ont pas envie d'investir non plus. Depuis la Deuxième Guerre mondiale, il n'y a jamais eu de relance

par les exportations aux Etats-Unis. Par ailleurs, on ne peut pas dire qu'ils vendent des produits que les gens ont envie d'acheter – généralement, ce que les gens achètent, c'est du «made in China» conçu aux Etats-Unis. La croissance américaine à long terme a pris un sérieux coup, et cela bien avant la crise financière. J'ai l'impression que la politique monétaire et budgétaire américaine vise à ramener l'Amérique sur un taux de croissance qui n'est plus le sien. Des phénomènes inflationnistes s'en dégageront forcément.

– F.G.: On peut même rappeler, même si je partage ce dernier avis, que la situation des sociétés est excellente aux Etats-Unis: elles regorgent de liquidité et ont retrouvé leur «pricing power» [ndlr: capacité à défendre le prix de vente de leurs produits]. Du point de vue boursier, c'est très positif.

– M.Gi.: On s'en remet quand même toujours au consommateur américain et à sa résilience fantastique. Mais jusqu'à quand peut-on sauver le malade?

– Michel Juvet: Les ménages américains, dans leur ensemble, ne sont pas très endettés. Leur fortune – immobilier et actifs financiers – est nettement supérieure à leur endettement. Avec leurs seuls dépôts bancaires ils pourraient rembourser 75% des emprunts hypothécaires. En fin de compte, s'ils ont des actifs qui progressent – immobilier qui se stabilise, bourse bien orientée, taux d'intérêts qui restent bas – les ménages endettés peuvent survivre encore pas mal d'années.

– M.Gi.: Dans ce cas, on s'en remet à la bourse. Si elle est bonne, il y aura un effet de richesse. Cela stimulera la croissance et on rentrera ainsi dans un cercle vertueux. Mais je trouve dangereux de tabler sur les marchés pour arriver au scénario macroécono-

mique. En général, c'est l'inverse qui se produit.

– F.G.: Le nombre de consommateurs décroît actuellement aux Etats-Unis alors que les bénéficiaires des «food stamps» – leurs Restos du cœur – explosent.

– Michel Juvet: Là, on est sur un terrain politique. Economiquement, on sait que les 20% les plus aisés contribuent pour 50% de la consommation américaine. C'est ce qui compte pour la croissance.

La guerre des monnaies aura-t-elle lieu?

«Malsaine», la stratégie du dollar faible paraît pourtant seule à même de «réduire les déséquilibres» aux yeux de certains des quatre économistes réunis par «Le Temps»

Le Temps: 2011 sera-t-elle une nouvelle année de «guerre des monnaies»?

François Gilliéron: Un pays en bonne santé se doit d'avoir une monnaie forte. Dans cette optique, le jeu américain qui tend toujours à laisser glisser sa monnaie est malsain.

Michel Girardin: Mais dans certains cas, il n'y a pas d'autre mécanisme que celui de la dévaluation pour garder son économie à flot et donner un peu d'oxygène à ses exportations et à sa croissance économique. A partir du moment où il n'y a pas de risque majeur d'importer de l'inflation, les Etats sont même incités à laisser filer leur monnaie.

Michel Juvet: J'irais même plus loin: la fluctuation des devises est le meilleur outil pour rétablir les déséquilibres. Le problème aujourd'hui vient des pays émergents qui bloquent leurs monnaies

alors qu'elles devraient être réévaluées.

Michel Girardin: Les interventions sur le marché des devises ne sont suivies d'effets que si les politiques monétaires – en matière de taux d'intérêt notamment – vont de concert. Aujourd'hui, la logique voudrait qu'une économie forte comme celle des Etats-Unis bénéficie d'une monnaie forte et que la Fed monte ses taux alors que la Chine baisse les siens. Pourtant, c'est exactement le contraire qui se produit. Je ne vois donc pas de solution miracle de la part du G20.

Andreas Hoefert: Du point de vue de la Chine, sa monnaie réelle se réévalue automatiquement par le biais de l'inflation. Son argument étant que l'inflation peut stimuler son économie tandis qu'une réévaluation classique de sa monnaie serait contre-productive.

Michel Juvet: Car la Chine sait très bien que si elle réévalue le yuan elle fera des pertes sur ses actifs en dollars.

– La force du franc vous inquiète-t-elle?

– M.Gi.: Son niveau actuel est plus élevé qu'à son pic de 1978. La Banque nationale suisse [BNS] en était alors venue à mettre des taux négatifs pour contrer la tendance.

– F.G.: Comme à l'époque, il faut agir, et vite.

– Michel Juvet: Je ne crois pas. L'Europe mettrait une énorme pression si l'on taxait le dépôt des Européens. L'expérience de 1978 doit nous empêcher d'aller dans cette direction: non seulement on a fait de la taxation mais en plus, on a fait tourner la planche à billets. Un an plus tard, la BNS ne savait plus contrôler l'inflation. Aujourd'hui il faut plutôt sortir la BNS de son isolement. Et trouver

les moyens pour que les autres pays l'aident dans sa lutte.

– F.G.: Ce qui m'inquiète c'est de savoir où l'on va s'arrêter. On peut imaginer un franc suisse à 1,20euro. On doit à tout prix prendre des mesures défensives pour notre monnaie.

– A.H.: Son niveau actuel n'est pas si dramatique. On oublie trop souvent que la Suisse a énormément profité de l'euro. Imaginez un instant où pourraient être la drachme et la peseta à l'heure actuelle, vis-à-vis du franc suisse? Par rapport au cours «actuel» franc français ou à la lire italienne – déduit implicitement du niveau de l'euro – le franc suisse reste sous-évalué. Il sera probablement très proche de la parité vis-à-vis de l'euro – si celui-ci existe toujours – d'ici à une dizaine d'années. La question est de savoir si cette appréciation se fera par à-coup ou dans la tendance. Dans le premier cas, la barre des 1,20 euro risque de faire mal à notre économie. Mais nous n'y sommes pas encore.

Par ailleurs, le discours selon lequel une monnaie faible est préférable pour les exportations est complètement faux. Les grands exportateurs mondiaux qui ont encore une base industrielle forte et qui exportent des machines de qualités – Japon, Suisse ou Allemagne – ont toujours eu des monnaies fortes.

– Michel Juvet: Tout à fait d'accord. Simplement, si le secteur des exportations est touché, d'autres secteurs devraient profiter d'une monnaie forte. Or, je n'ai pas vu les prix baisser en Suisse. Cela veut dire que l'on n'a pas assez de libéralisation des prix. Et que, d'autre part, on a encore des cartels.

– A.H.: Il est tout à fait paradoxal qu'avec une telle fluctuation sur

l'euro on ne voit aucune différence sur le prix des biens qui sont importés en Suisse.

L'inconnue chinoise au cœur de l'équation

La lutte de Pékin contre la surchauffe marquera l'actualité cette année

Le Temps: Peut-on compter sur l'économie chinoise pour stimuler la croissance mondiale?

Andreas Hoefert: C'est déjà le moteur de la moitié de l'économie mondiale: le Sud-Est asiatique et les pays qui y sont exposés comme les exportateurs de matières premières, mais aussi l'Allemagne, la Suisse, le Benelux et la Scandinavie. Ce sont ces pays qui s'en sortent mieux que les Etats-Unis, la France ou le Royaume-Uni.

Michel Juvet: Pour les Européens et les Américains, la Chine n'est pas un moteur. Les Occidentaux [Suisse exclue] ont un déficit commercial vis-à-vis de ce pays. La Chine nous pompe en réalité de la croissance puisqu'elle exporte plus qu'elle ne nous importe.

Andreas Hoefert: Ce n'est pas forcément vrai pour l'Allemagne, qui profite également du dynamisme de l'Asie du Sud-Est. Cela dit, lorsqu'on évoque les risques en 2011, on pense à l'euro, à la faillite d'une municipalité américaine. Mais on oublie une surchauffe de la Chine, qui impliquerait une politique monétaire restrictive. Comme en 2008.

Michel Girardin: Ce n'est pas un problème. Il suffit de relever les taux. Il est plus facile d'agir contre une économie qui va trop bien.

– On se dirige donc vers un changement de la donne monétaire par Pékin?

– Michel Juvet: Il s'agit plus de savoir quand ils le feront, plutôt que s'ils le feront. S'ils le font rapidement, c'est dangereux, on craint l'atterrissage forcé comme avant Tiananmen. Tout le monde disait déjà en 2006 qu'il était plus facile d'agir contre une économie qui va trop bien alors qu'il y avait une bulle immobilière aux Etats-Unis. De même qu'en 1989 au Japon...

– M.Gi.: Mais les autorités n'ont rien fait.

– Michel Juvet: Et les Chinois seraient-ils plus intelligents que les autres?

– M.Gi.: Ils ont déjà commencé à agir et à resserrer les coûts du crédit. Regardez la Suisse, la BNS peut seulement agiter le drapeau rouge pour mettre en avant le risque de bulle immobilière, mais elle ne peut rien faire. Le franc est à un niveau tel qu'elle ne peut pas relever les taux. La Chine n'est pas dans cette situation. Elle a une monnaie sous-évaluée.

– Michel Juvet: Cette sorte de croyance dans la capacité des autorités chinoises de tout comprendre et de tout gérer parfaitement est gênante. Les Chinois continuent à acheter de l'immobilier car ils sont convaincus que les autorités ne laisseront jamais tomber ce marché. C'est avec ce genre de réflexe qu'on perpétue les bulles.

– M.Gi.: La Chine n'est pas la seule à faire face à ce problème. Toutes les banques centrales devraient arrêter de se concentrer sur l'inflation du panier des ménages et inclure les prix de l'immobilier

dans leur mesure de l'inflation. La grande erreur du Japon se trouve là. Les banques centrales affirment qu'elles ne savent pas ce qu'est une bulle spéculative, qu'on ne peut pas la mesurer et qu'elle devient visible seulement quand elle explose. Donc elles ne veulent pas agir de manière préventive. Alors que c'est le seul moment où elles pourraient être efficaces.

Où investir cette année

Or, un peu; bourse, beaucoup; emprunts d'Etat, pas du tout

Le Temps: Quels actifs faut-il préférer en 2011?

Michel Girardin: Actions, matières premières et or sont les trois actifs que nous conseillons à l'UBP.

François Gilliéron: Privilégier l'or, c'est un peu facile et cela me rappelle la formule napoléonienne: «Les baïonnettes, on peut tout faire avec, sauf s'asseoir dessus.» Le métal jaune, c'est l'opposé, actif fondamentalement stérile que les gouvernements pourront manipuler ou bloquer à leur guise le moment venu. De plus, le fait que l'or ait fait cinq fois la mise au cours de la décennie montre que nous sommes sans doute déjà dans une bulle.

Michel Juvet: C'est la première fois que des investisseurs non occidentaux ont autant d'influence sur les actifs financiers. Si je suis un Asiatique, je suis confronté à une inflation galopante et je dois acheter des matières premières et de l'or pour protéger mon portefeuille. Les perspectives 2011 étant toujours les mêmes – inflation et création de monnaie –, ils vont continuer à acheter de l'or et des matières premières. Moralité, il faut tenir compte du fait que beaucoup de personnes dans le monde veulent de l'or ou des matières premières.

Michel Girardin: Par ailleurs, l'or est le seul actif qui n'est pas corrélé aux autres véhicules de placement dans le cas d'une inflation issue d'une monétisation excessive de la dette.

Michel Juvet: Mais il y a quand même un côté troublant. Lorsque la hausse d'un actif est parabolique – plus de 100% en trois ans –, il faut être prudent et ne pas se précipiter maintenant à n'importe quel prix. Un renversement de la politique monétaire américaine lui serait fatal.

M.Gi.: Il faut garder l'or comme actif diversifiant. Dans le cas où une centrale nucléaire exploserait...

– Qu'en est-il des emprunts émis par les Etats?

– A.H.: Chez UBS, nous ne sommes pas friands d'obligations gouvernementales. Il nous faut rééduquer les clients et leur expliquer que les risques ne sont plus là où ils étaient traditionnellement. On peut toujours discuter de savoir si un krach obligataire aura lieu ou pas. Dans les faits, il s'est déjà produit pour les Italiens et pour les Grecs. J'ai un peu l'impression que l'on vit là les prémices de ce qui pourrait se passer au cœur de l'Europe, voire aux Etats-Unis.

– **Michel Juvet:** Le marché des actions est bien plus attractif. Mais je n'achèterais pas n'importe quel titre. Les entreprises européennes qui génèrent des bénéfices importants sur les marchés émergents sont intéressantes. Aujourd'hui, il est plus attrayant d'acheter une société européenne présente en Chine que d'acheter une entreprise chinoise, généralement beaucoup plus chère, moins transparente et qui n'a pas forcément une croissance avérée à long terme. Pour moi, les marchés émergents en tant que tels font

partie des risques importants à suivre l'année prochaine. Les flux de capitaux s'y sont tellement déversés qu'ils sont désormais extrêmement sensibles à un changement d'émotion de la part des investisseurs étrangers.

– A.H.: Aujourd'hui, tout le monde veut aller sur le marché chinois pour profiter de sa croissance. Mais on oublie trop souvent qu'il comprend seulement trois secteurs – énergie, télécommunications et finance. Et un – les banques – où je ne mettrai pas les pieds. Par contre, il n'y a pas d'industrie en tant que telle.