

CONJONCTURE

## Inflation ou déflation? Ni l'une ni l'autre, bien au contraire!

*Banque & Finance* a interrogé un panel d'économistes et de stratèges de banques pour leur demander quelles réflexions leur inspiraient les grandes évolutions du moment. Jean-Pierre Béguelin, chef économiste de Pictet & Cie, Michel Girardin, conseiller économique à l'UBP Gestion institutionnelle, Michel Juvet, membre du Comité de direction et directeur de la recherche de Bordier & Cie, et Patrizio Merciai, Chief Investment Officer de la Banque Profil de Gestion à Genève, livrent ici leur sentiment sur l'évolution conjoncturelle et les conséquences prévisibles de la crise financière.

---

*Propos recueillis par  
Marian STEPCZYNSKI*

---

**Banque & Finance: Certains économistes estiment qu'en dépit de l'évolution récente – à la hausse – des indices de prix, nous nous trouvons, en réalité, dans un trend déflationniste. D'autres, au contraire, voient le danger d'une résurgence de l'inflation. De quel côté penchez-vous?**

**JEAN-PIERRE BÉGUELIN:** D'un côté... de l'autre... c'est bien connu, l'ambivalence est le péché mignon des économistes. Alors, inflation ou déflation? Oui, mais quand et où? Demain, certainement pas. Pour qu'une inflation se développe, il faut, en effet, que la reprise économique soit bien engagée,

**«L'Etat doit, à son tour, faire attention à ne pas jouer les apprentis sorciers»**

**MICHEL JUVET – BORDIER & CIE**

---

que la demande de crédits privés gonfle, que les banques y répondent, donc qu'elles aient moins peur de l'avenir, soit une évolu-

tion qui prend du temps, plus d'une année en tout cas. Et même lorsqu'on atteindra ce point où les économies commenceront à surchauffer, encore faudrait-il que les banques aient alors assez augmenté leurs fonds propres pour pouvoir accroître rapidement l'encours de leurs crédits. Or, tout indique que les nouvelles règles – G20 dixit – qui devraient être fixées en 2010 seront plus sévères, donc plus restrictives, que les anciennes, mettons que celles connues sous le nom de Bâle II. On risque alors de voir se développer une situation à la japonaise, avec une croissance anémique et des prix plutôt stables. Bien sûr, il y a le cas des pays émergents et de la Chine, mais vous savez, la Chine...

**MICHEL GIRARDIN:** S'il est un écueil que l'économie mondiale doit éviter, c'est bien celui de la déflation. Les injections massives de liquidité par les banques centrales depuis le début de la crise en 2007 ne sauraient être inflationnistes que si le rythme de la croissance mondiale devait atteindre, puis dépasser, son seuil de plein-emploi. Nous en sommes bien loin. Même les tensions sur le prix du baril ne constituent pas – *stricto sensu* – un phénomène inflationniste, puisqu'il s'agit là d'une variation relative des prix et non d'une hausse générale. Pour que l'énergie constitue une menace inflationniste, il faudrait que les entreprises

répercutent toute majoration de son coût sur les prix à la consommation. La compétition accrue qu'entraîne la globalisation ôte cette capacité à la grande majorité des entreprises.

**MICHEL JUVET:** Je ne partage pas la thèse déflationniste. Les énormes mesures monétaires et budgétaires mises en place partout dans le monde ont stoppé le risque défla-

**«Aux Etats-Unis, à 360% du produit intérieur brut, la dette cumulée de l'Etat, des entreprises et des ménages est trop élevée»**

**MICHEL GIRARDIN – UBP**

---

tionniste induit par la crise du crédit de fin 2008. Les économies ont retrouvé la croissance, mais le monde occidental est désormais grevé de dettes publiques et abreuvé de liquidités émises par les banques centrales. Ces deux éléments débouchent généralement sur une tendance à la stagflation plutôt qu'à la déflation. Dans les pays émergents, en revanche, les risques inflationnistes sont très présents. La reprise économique est déjà forte, le prix des matières premières est

beaucoup monté, mais les politiques économiques n'ont pas été inversées. Enfin, la tension sur le marché du travail en Chine signifie que cette dernière n'est plus autant un vecteur de déflation des salaires mondiaux. Néanmoins, pour passer à un vrai scénario inflationniste, il faudrait que les Etats décident de financer leurs déficits avec de la création monétaire. A suivre?

**PATRIZIO MERCIAI:** Je ne penche pas! Je garderais le juste milieu, du moins pour 2010. Dans la plupart des pays occidentaux, l'inflation devrait rester faible, sans passer durablement en négatif. Après les corrections habituelles (prix de l'énergie et similaires), le taux de renchérissement devrait être à peine inférieur à ce que l'on a connu ces deux dernières années. A mon avis, ce sont, avant tout, le chômage et la sous-utilisation des outils de production qui vont contrecarrer la hausse des prix.

J'aurais beaucoup de mal à envisager une déflation, parce qu'une grande partie de l'économie mondiale est en croissance, sinon au bord de la surchauffe, et que la demande de consommation semble se stabiliser aux Etats-Unis et en Europe. A plus long terme, la tendance me paraît, d'ailleurs, nettement inflationniste. Toutes les mesures d'exception prises ces deux dernières années ont créé un océan de liquidités, qui, pour l'instant, restent endiguées, inutilisées dans le système bancaire. Mais, à long terme, lorsque le flot sera libéré, il finira par propulser le crédit et les prix à la consommation, à moins qu'une partie ne se détourne sur certains actifs, créant de nouvelles bulles sur le marché.

**B&F: L'énorme endettement des Etats, consécutif à la lutte contre la crise, ne constitue-t-il pas désormais le principal frein à la reprise?**

**JEAN-PIERRE BÉGUELIN:** Parce qu'ayant lu David Ricardo, tous les *boni paterfamiliares* vont épargner plus pour faire face aux futures hausses d'impôts nécessaires pour rembourser la dette. Mais alors, les taux longs devraient tomber, ce qui aiderait encore plus la reprise. Sauf, bien sûr, si tous les pères de famille craignent l'inflation après-demain, mais alors pourquoi épargner plus aujourd'hui? Sauf si vous investissez cette épargne dans les biens réels, mais ceci, évidemment, contribuerait puissamment



«Soyons sérieux, ce qui menace la reprise, ce n'est pas l'excès d'endettement public, ce serait plutôt des efforts trop précipités pour réduire les déficits budgétaires»

JEAN-PIERRE BÉGUELIN – PICTET & CIE

ment à relancer l'économie. Non, soyons sérieux, ce qui menace la reprise, ce n'est pas l'excès d'endettement public, ce serait plutôt des efforts trop précipités pour réduire les déficits budgétaires, répétant ainsi, quoique d'une façon atténuée, la récession américaine des années 1937-1938. Mais pourquoi parlez-vous d'énorme endettement public? En fait, il n'y a aucun critère bien net pour définir un excès d'endettement brut de la part d'un Etat, pour peu qu'il s'agisse d'une dette interne, les 60% du traité de Maastricht ayant été arrêtés entre des négociateurs épuisés par une nuit marathon uniquement pour persuader les Allemands que les Italiens – on ne parlait alors pas des Grecs – n'adopteraient pas l'euro. Après tout, la dette publique japonaise dépasse les 200% du PIB et les taux japonais sont nuls, et celle de l'Angleterre atteignait les 260% du PIB en 1816. Alors...

**MICHEL GIRARDIN:** Assurément. Les Etats ont joué leur rôle de «consommateur de dernier recours» à l'éclatement de la crise, ce qui nous a évité la déflation. Pour autant, la manne de l'Etat n'est pas extensible à l'infini et il faudra bien que les politiques budgétaires deviennent moins accommodantes, ce qui se traduira par une inflexion de la croissance. Le consommateur américain a joué le rôle de locomotive de la croissance mondiale pendant plus de vingt ans, mais il a usé et abusé du recours au crédit pour ce faire. A l'écllosion de la crise, l'Etat américain a pris le relais. Le débiteur a changé, mais le problème de fond reste le même: à 360% du produit intérieur brut, la dette cumulée de l'Etat, des entreprises et des ménages est trop élevée. Cette crise économique est la première depuis la Seconde Guerre mondiale à ne pas être un simple ajustement des stocks des entre- ▶



«Les énormes mesures monétaires et budgétaires mises en place partout dans le monde ont stoppé le risque déflationniste induit par la crise du crédit de fin 2008»

MICHEL JUVET – BORDIER & CIE

► prises à une demande moins forte que prévue. Nous nous attaquons ici au bilan des acteurs économiques pour les inciter à redécouvrir les vertus de l'épargne. Cet ajustement se traduira par une croissance molle aux Etats-Unis, et ce, pendant plusieurs années.

**MICHEL JUVET:** Ne devrait-on pas plutôt se demander si le retour de l'Etat dans les affaires ne constitue pas le principal frein à la reprise? Dans la crise, l'Etat a, certes, été un puissant facteur de stabilisation et de reprise économique grâce à ses interventions monétaires et budgétaires. Mais,

aujourd'hui, la façon dont il envisage de se désendetter et les mesures imaginées pour réorganiser le système financier peuvent provoquer des effets négatifs pervers sur la croissance. La recherche permanente de nouvelles taxes pour combler les déficits budgétaires constitue, sans aucun doute, un frein puissant à la reprise des investissements ou de la consommation. Quant à la régulation financière, il faut que les Etats soient très prudents et se rappellent que c'est aussi grâce au développement du secteur financier que la croissance mondiale a pu être si forte auparavant. Des surenchères réglementaires (limitation de la taille des banques, taxation des flux de capitaux, séparation des activités, etc.) entraîneront un ralentissement des flux financiers et je crains que cela ne provoque les mêmes effets négatifs sur la croissance que les mesures protectionnistes des années 30 ont eu sur le commerce mondial et la croissance. L'Etat doit, à son tour, faire attention à ne pas jouer les apprentis sorciers.

**PATRIZIO MERCIAI:** Non. Ce serait le cas si les Etats voulaient réduire brutalement cet endettement, mais ils n'en ont aucune intention! Les responsables politiques de tout bord vous citeront volontiers des exemples des années 1930 pour vous convaincre que toute velléité de rigueur budgétaire causerait inmanquablement une dépression. Bien entendu, il faudra financer ces déficits. En d'autres circonstances, l'émission de titres d'Etat pour plusieurs milliards par jour pousserait les taux d'intérêt longs à la hausse et étoufferait la croissance. Mais une bonne partie de ces montants astronomiques ne sera jamais offerte sur le marché: elle sera absorbée par les fonds souverains et, surtout, par les banques centrales. La grande nouveauté de ces dernières années est que l'achat de titres par les banques centrales est devenu la clef de voûte des politiques de pays éminemment respectables, la panacée qui nous a, dit-on, préservés de la paralysie financière. Alors qu'il y a encore une décennie, monétiser la dette était une hérésie, un tour de passe-passe à peine digne d'une république bananière. Bien entendu, les banquiers centraux élaboreront de subtiles «stratégies de sortie». Mais ils ignorent si ces stratégies seront efficaces, en l'absence de précédents historiques, et surtout, s'ils pourront les appliquer. Messieurs Bernanke, Trichet, King vont-ils ►

► s'opposer frontalement aux élus? Vont-ils prendre le risque d'une rechute dans la récession, voire d'un krach obligataire? Il est à parier que la «sortie» prendra beaucoup de temps.

**B&F: A votre avis, le risque d'«aléa moral» – too big to fail – a-t-il grandi depuis le sauvetage des grands instituts bancaires, de sorte que la prochaine crise est, en quelque sorte, déjà programmée?**

**JEAN-PIERRE BÉGUELIN:** N'avez-vous jamais entendu parler des stock-options? Beaucoup de banquiers ont vu leur fortune fondre durant la crise; dans ces conditions, pourquoi voudriez-vous qu'ils prennent encore plus de risques à l'avenir? N'oubliez pas qu'Etats et banques centrales sauvent les banques avant tout pour éviter, d'une part, un collapse monétaire, donc une dépression, et, d'autre part, des pertes pour les épargnants qui, sans cela, risqueraient de réduire leur propension à épargner et donc de ralentir la formation de capital d'une économie. Dans ces conditions, le problème du lender of last resort existera toujours, bien qu'on puisse l'atténuer en limitant la concurrence entre les banques soit par nationalisation, soit par cartellisa-

«Affaiblir le franc face à un euro lui-même faible serait, à mon avis, contre-productif»

**PATRIZIO MERCIAI**  
**BANQUE PROFIL DE GESTION**

tion, soit par une spécialisation imposée. Plus que l'aléa moral, c'est le refus d'une telle limite qui contient sans doute les germes de crises futures. Malheureusement, les solutions discutées maintenant ne vont pas dans cette direction sauf, peut-être, celle de n'aider, en cas de crise, que les banques commerciales – narrow banks – à fonction monétaire. Mais c'est celle qui émane de la Banque d'Angleterre et de ses trois-cents ans d'expérience, c'est dire...

**MICHEL GIRARDIN:** C'est un leurre que d'imaginer que la réduction drastique de la taille des grandes banques nous mettrait à l'abri de nouvelles crises financières. Il y en

a eu plus de 100 depuis l'éclosion de la première bulle spéculative aux Pays-Bas en 1637, sans qu'il y ait eu pour autant d'établissement bancaire à la taille démesurée. Il ne s'agit pas de régler le «too big to fail», mais le «too many to fail», à savoir le risque systémique de faillites contagieuses. Si Bâle I et II s'étaient concentrés sur les règles «microprudentielles» pour cadrer le risque de faillite d'un établissement bancaire, il faudra que Bâle III s'élargisse à la «macroprudentialité». Il s'agit d'instaurer des ratios de fonds propres et de levier qui soient contra-cycliques, pour inciter le secteur bancaire dans son ensemble à la prudence en période de surchauffe et l'encourager à octroyer des crédits en période de crise, et ce, quelle que soit la taille de l'établissement. Il faudrait également que les banques centrales se décident enfin à inclure le prix des actifs financiers dans leur objectif de lutte contre l'inflation, un moyen relativement simple d'éviter une utilisation spéculative du crédit, régulièrement à la source des crises financières.

**MICHEL JUVET:** C'est vrai que les banques qui ont survécu ont pu prendre les parts de marché des banques défuntes et qu'elles sont donc encore plus «big» qu'avant. Mais elles ne seront pas forcément plus risquées si l'on réussit à agir sur deux éléments: monter les fonds propres et réduire l'endettement interbancaire. Or, les propositions de réglementation émises par les banques centrales ou le Forum de stabilité financière vont dans ce sens et la réduction du «levverage» aura bien lieu. Cela n'empêchera certainement pas une prochaine crise, car le système capitaliste avance par crise. Mais elle viendra d'ailleurs. Le meilleur exemple est constitué par les banques japonaises. Elles étaient les dernières à avoir traversé une grave crise de crédit, mais elles n'ont été que très peu touchées par la dernière. Où, dans le monde aujourd'hui, le crédit coule-t-il à flots, les banques sont-elles peu préparées à une brutale montée des risques, les règles du G20 semblent-elles peu appliquées et l'extase mondiale s'affiche-t-elle? En Chine!

**PATRIZIO MERCIAI:** Le plan Volcker a déjà suscité des milliers de commentaires, je n'y ajouterai pas le mien. En revanche, je soulignerais que l'aléa moral ne se résume pas au «too big to fail». N'importe quel mécanisme

de garantie collective peut affaiblir la discipline individuelle. Par exemple, la garantie des dépôts est directement responsable de l'une des pires débâcles de la période précédente, celle des Savings & Loans aux Etats-Unis. Ces institutions avaient pris des risques inconsidérés sans inquiéter leurs

«Je verrais plutôt certains pays émergents tels que la Chine comme candidats à la bulle»

**MICHEL GIRARDIN – UBP**

dépôts, protégés par la garantie publique. Lors de la prochaine crise, tandis que les grandes banques auront été soumises à des règles spéciales, l'aléa moral risque de se manifester là où on ne l'attend pas, dans des institutions plus petites qui ne font pas la une des journaux. Va-t-on construire une nouvelle ligne Maginot?

**B&F: Crise des subprimes, faillites et nationalisations bancaires dans le monde anglo-saxon, étranglement des débiteurs en francs suisses de l'Europe centrale (Hongrie, Roumanie, etc.), crédits urgents à l'Ukraine, insolvabilité de Dubai, sauvetage de banques autrichiennes... Quel sera, selon vous, le prochain domino de cette sinistre partie?**

**JEAN-PIERRE BÉGUELIN:** Vous oubliez toutes les catastrophes qui devaient survenir et dont on ne parle plus: les monoliners, les obligations municipales, le commercial real estate aux Etats-Unis, etc. Rappelons que, sauf cas très rares, une dette n'est pas irrémédiablement mauvaise, mais que ce sont les circonstances qui la rendent temporairement mauvaise. Encore faut-il laisser le temps au temps. Que n'a-t-on pas dit du tunnel sous la Manche ou de Canary Wharf à Londres?

**MICHEL GIRARDIN:** C'est vrai que dans la chaîne de l'endettement, les investisseurs cherchent les maillons faibles. A priori, nous penserions les trouver dans les pays émergents, comme le Brésil ou l'Argentine. Or, les pays qui ont le plus souvent «restructuré leur dette» (un terme pudique pour

désigner la faillite) sont... la France et l'Espagne! La Grèce et l'Islande pourraient être les prochains candidats à ladite restructuration. Ironie de l'histoire, c'est en Grèce que l'on trouve les premiers vestiges de faillite étatique, au IV<sup>e</sup> siècle av. J.-C. La condition fondamentale pour qu'une dette publique soit soutenable à long terme est que la croissance nominale du PIB (somme de sa croissance réelle et de l'inflation) soit supérieure au taux d'intérêt auquel la dette est financée sur les marchés obligataires. Cette condition n'est plus remplie par la Grèce depuis le début de la crise. Mais d'autres pays, comme l'Irlande, la France et l'Espagne, sont dans le même cas. Et que dire de l'Allemagne qui, à l'instar de l'Italie, ne respecte pas cette règle depuis bientôt vingt ans? La Chine finance aujourd'hui déjà 20% de la dette américaine. L'Empire du Milieu verra sans doute encore d'autres pays industriels venir lui quémander les deniers publics qui leur font défaut.

**MICHEL JUVET:** La réduction du levier financier est comme une vague qui se retire et qui fait apparaître les cadavres cachés dans la vase... Il est donc normal, qu'au fil du reflux, de nouveaux dominos se découvrent. Néanmoins, l'essentiel du reflux s'est effectué et, s'il reste des dominos cachés, ils seront moins systémiques que les précédents. J'entrevois deux dominos. D'une part, une réapparition de défauts de paiements hypothécaires aux Etats-Unis, car cette année verra de nombreux emprunts hypothécaires accordés avant la crise devoir être adaptés aux conditions actuelles, nettement moins attractives. D'autre part, les endettements étatiques sont inquiétants (les investisseurs sont prêts à payer aujourd'hui des primes de couverture sur les débiteurs étatiques supérieures à celles sur les débiteurs «corporate») et un défaut de paiement dans ce secteur aurait des répercussions importantes sur les banques. Ces dernières ont, en effet, acheté massivement des obligations étatiques avec l'aide appuyée des banques centrales et des Etats...

**PATRIZIO MERCIAI:** Difficile de répondre, car il y a beaucoup de dominos sur la table. Certains ont vacillé mais sont loin d'être stabilisés, l'immobilier en Espagne par exemple. Tout un secteur de la table paraît fragile, mais les autorités voudront le préserver à tout prix: les grands marchés obligataires.



«C'est un leurre que d'imaginer que la réduction drastique de la taille des grandes banques nous mettrait à l'abri de nouvelles crises financières»

MICHEL GIRARDIN – UBP

Cette protection met, cependant, en péril les monnaies concernées. Or, en proportion du PIB, le déficit budgétaire des Etats-Unis et celui du Royaume-Uni sont des gouffres aussi béants que celui de la Grèce. Mais le dollar reste la monnaie de réserve mondiale, et il va bénéficier d'afflux de capitaux maintenant que les Etats-Unis sont sortis de la récession. Financer ou monétiser le déficit britannique, en revanche, risque de mettre la livre sous pression, surtout si l'on songe à la reprise plus tardive, à l'inflation tenace et au contexte préélectoral.

**B&F: L'or, la prochaine bulle?**

**JEAN-PIERRE BÉGUELIN:** Comme celles d'un Chinois en Chine, les tribulations du lingot d'or sont toujours un peu mystérieuses, en grande partie parce que personne ne peut, par manque de données suffisamment longues, estimer avec quelle intensité la demande de métal jaune réagit aux fortes

variations du taux d'intérêt. D'autant que d'autres facteurs jouent aussi leur rôle, comme la préférence changeante pour les biens réels et les profits attendus sur les autres actifs. Qu'en période de taux nuls, de marchés paresseux et de bénéfices déprimés, la demande d'or monte n'a rien d'étonnant. Qu'avec la remontée des taux, de meilleurs profits et moins d'aversion au risque l'or rebaisse, cela n'aurait ainsi rien de surprenant. Alors, l'or prochaine bulle? Peut-être, mais une bulle rationnelle alors...

**MICHEL GIRARDIN:** Je verrais plutôt certains pays émergents tels que la Chine comme candidats à la bulle. L'or reste l'actif vers lequel se tournent les investisseurs pour se protéger des turbulences sur les marchés financiers. Une perte de confiance sur les marchés actions ou le dollar, ou plus généralement sur les monnaies – liée à des politiques de monétisation de la dette jugées excessives –, une résurgence de l'inflation, ▶



«En proportion du PIB, le déficit budgétaire des Etats-Unis et celui du Royaume-Uni sont des gouffres aussi béants que celui de la Grèce»

PATRIZIO MERCIAI – BANQUE PROFIL DE GESTION

► tels sont les facteurs susceptibles de provoquer un flux d'investissement vers le métal jaune. Nous ne pouvons pas exclure un engouement excessif pour ce dernier, mais il serait lié à une peur tout aussi exagérée sur l'évolution des actifs risqués.

**MICHEL JUVET:** L'or est peut-être dans une bulle, compte tenu du nombre de produits financiers indexés sur son cours qui ont été créés ces dix-huit derniers mois. Mais en soi, ce n'est pas grave, cette bulle ne comporte pas de risque systémique. La bulle de l'économie chinoise est, elle, beaucoup plus inquiétante, car elle a les caractéristiques des plus grandes bulles historiques: excès d'investissements (ils représentent 50% du PIB), excès de crédit (nettement plus grand que le PIB) et imagerie populaire positive (la Chine ne peut pas être comparée aux autres, elle est un eldorado économique et elle sera la puissance des prochaines années). Bon,

ce qui est néanmoins amusant, c'est que la hausse de l'or repose aussi certainement sur la forte croissance chinoise.

**PATRIZIO MERCIAI:** Une bulle d'or? Je croyais que c'était un privilège pontifical... Plus sérieusement, le cours de l'or est-il aujourd'hui complètement déconnecté des fondamentaux? Pas vraiment, puisque sa hausse n'est, en fin de compte, que le miroir de la dépréciation de toutes les grandes devises. Je reste frappé par l'enthousiasme des banques centrales à galvauder leur monnaie. Bien entendu, le prix de l'or peut redescendre de son pic actuel, mais, à mon avis, seul un revirement des politiques monétaires pourrait provoquer une baisse profonde et durable. Oubliez les analyses trop compliquées, en fin de compte, le cours du lingot est largement déterminé par les taux d'intérêt réels. S'ils demeurent nuls, voire négatifs, l'or restera une assu-

rance peu coûteuse. A l'inverse, des taux réels plus élevés décourageraient la détention d'or et redonneraient du tonus aux monnaies. Mais, en pratique, les taux réels ne pourront monter que si les banques centrales resserrent leur politique de façon préventive, avant que l'inflation ne se manifeste. A mon sens, elles n'en ont pas vraiment la possibilité, sinon l'intention. Tant que les fondamentaux des devises seront peu brillants, l'or gardera son lustre.

**B&F: Pensez-vous que la Banque nationale réussira à maintenir l'euro au-dessus de la barre de 1,50 franc?**

**JEAN-PIERRE BÉGUELIN:** D'abord un point technique. La BNS réussira toujours à empêcher le franc suisse de s'apprécier contre une devise particulière. Elle peut, en effet, toujours offrir le montant de francs suisses nécessaire pour satisfaire la demande à un cours fixé par elle puisqu'elle peut créer des francs *ad infinitum*. Qu'une telle politique se traduise par une forte croissance de la masse de francs en circulation avec les risques inhérents de voir l'inflation partir dans notre pays est chose connue, mais c'est un risque que la BNS est prête à prendre de temps en temps. Dans ces conditions, la question à poser est plutôt: jusqu'à quand la BNS décidera-t-elle d'empêcher une montée du franc? Personne ne sait, pas même nos autorités monétaires. En fin d'année 2009, la BNS a décidé de laisser le franc monter, en partie parce que le dollar retrouvait des couleurs, en partie parce que notre économie se porte mieux qu'on ne pensait, en partie parce que les flux de paiements sont toujours troublés en fin d'année pour des raisons comptables et fiscales, les Suisses plaçant moins à l'étranger durant la trêve des confiseurs. Cette récente montée du franc est-elle trop précoce? Nous verrons, mais il ne faut pas oublier que notre monnaie est toujours sous-évaluée et qu'un cours proche de 1,40 franc par euro paraîtra plus raisonnable lorsque nos économies seront revenues sur le droit chemin. En conséquence, ma réponse est non! La BNS ne réussira pas à maintenir l'euro au-dessus de 1,50 franc car elle ne le voudra pas, heureusement d'ailleurs, nos vacances en Europe devenant de plus en plus chères...

**MICHEL GIRARDIN:** Que la BNS ne soit pas parvenue à empêcher une revalorisation du ►