

«Il est trop tôt pour décréter une embellie durable du franc»

MICHEL GIRARDIN. L'économiste insiste sur le double rôle du franc, rappelant sa force d'attraction comme actif refuge.

La bonne nouvelle du récent affaiblissement du franc ne doit pas masquer la constance dans la valeur refuge jouée par le franc depuis toujours. Le renforcement du franc, suite aux tensions entre les Etats-Unis et la Corée du Nord, le démontre.

Michel Girardin, économiste, émet des doutes quant à la durabilité de l'affaiblissement du franc dont la valeur refuge domine. Le franc a un double rôle, qui réagit à la fois à l'embellie des fondamentaux économiques en zone euro et de l'effet Macron, mais aussi au climat géopolitique. Il rappelle que les taux d'intérêt en Suisse ont toujours été inférieurs au reste du monde (entre 1 et 2% de moins). Entretien avec Michel Girardin.

Avec un franc suisse, qui a repassé la barre des 1,15, pour la première fois depuis l'abandon du plancher, quelles sont les implications pour la Suisse?

Aujourd'hui, c'est une bonne nouvelle pour la Suisse, pour l'exportation et notamment le commerce de détail, qui souffre moins d'un attrait pour le tourisme d'achat. Effet positif également pour le tourisme, même si on aurait souhaité que cet affaiblissement se produise avant la période estivale. Parmi les secteurs d'exportation phares de la Suisse, la pharma/chimie reste relativement peu sensible au taux de change. La qualité élevée de leurs produits rend l'élasticité des prix peu élevée.

Y a-t-il un danger que le franc s'envole suite à une nouvelle crise de la dette dans la zone euro?

Les problèmes structurels de la zone euro ne sont que partiellement résolus. On a permis à certains pays comme la Grèce de rembourser ses crédits avec de nouveaux emprunts. Même si ces aides financières sont assorties de conditions de réformes structurelles, la nécessité de ces dernières se fait moins sentir lorsque les

La BCE pourrait avancer son annonce sur le QE

La BCE devrait annoncer en septembre plutôt qu'en octobre son intention de modifier sa politique d'achats d'actifs. La perspective ressort d'une enquête de Reuters. L'institut d'émission a laissé sa politique monétaire inchangée lors de sa dernière réunion, le 20 juillet. Cependant, elle a laissé entendre que son conseil des gouverneurs débattrait «à l'automne» d'une éventuelle modification de son programme d'assouplissement quantitatif (QE). Pour l'instant, la BCE poursuit cette stratégie au rythme de 60 milliards d'euros par mois. Vingt-huit des 50 économistes interrogés entre le 7 et le 9 août ont déclaré s'attendre à ce qu'elle annonce un changement en septembre, alors que 15 tablent sur le mois d'octobre. Les pronostics des autres s'échelonnent entre décembre et la fin du premier trimestre 2018. ■



MICHEL GIRARDIN. «La BNS s'est aventurée dans une politique, qui ne marche pas fondamentalement.»

rendements obligataires sont extrêmement bas, comme c'est le cas aujourd'hui. En ce sens, l'écrasement des rendements obligataires dans la zone euro, qui a fait suite au fameux discours de Mario Draghi en juillet 2012 (où il déclarait «nous ferons tout ce qui est nécessaire pour préserver l'intégrité de l'euro») constitue un véritable oreiller de paresse pour les gouvernements des pays lourdement endettés comme la Grèce ou l'Italie.

«SITÔT QUE LA POUSSIÈRE DE LA CRISE NORD-CORÉENNE SERA RETOMBÉE, JE NE SERAI PAS ÉTONNÉ QUE L'ON REMONTE À 1,15 SUR LA PARITÉ EUR/CHF, VOIRE AU-DESSUS.»

Le danger d'un retour à des temps plus difficiles en zone euro viendra sans doute des Etats-Unis. Ici, la Banque centrale américaine va prochainement commencer à réduire la taille de son bilan, ce qui ne manquera de créer des tensions sur les rendements obligataires. Ces derniers risquent ainsi de repartir à la hausse dans le reste du monde également. Et c'est là qu'on va parler de la crise de la dette en zone euro. Dans les pays en périphérie de celle-ci, les dettes publiques sont souvent proches ou

carrément supérieures à 100% du PIB. Avec un taux d'intérêt à 2%, ces pays financent aisément le service de leurs dettes. Si les rendements obligataires retournent vers les 6 ou 7% qu'ils ont connu avant le discours de Draghi en 2012, tous les impôts sont engloutis dans le service de la dette. Et d'attendre qu'on en soit là pour commencer à s'inquiéter de la nécessité de réformes structurelles n'est sans doute pas la meilleure des politiques.

Est-ce la fin des taux négatifs?

La BNS s'est aventurée dans une politique, qui ne marche pas fondamentalement. Alors que le but est d'inciter les investisseurs en francs à se diversifier, cela ne fonctionne pas. Depuis l'avènement de l'euro en 2000, il y a eu 3 grands moments historiques où l'écart entre les taux de la zone euro et ceux du franc a sensiblement augmenté: en 2002, 2008, 2011, sans compter la période actuelle. A chaque fois, le franc a continué de s'apprécier. Les taux d'intérêt négatifs ont été introduits dans

les années 1970 et cela n'a pas marché. Pourquoi? Parce que le franc reste une valeur refuge, que les investisseurs du monde entier sont prêts à acheter au moindre bruit de botte, comme c'est le cas avec la Corée du Nord aujourd'hui. Quand bien même la rhétorique du nouveau président américain soit déceivante, je ne crois pas que l'on va passer aux actes. Sitôt que la poussière sera retombée, je ne serai pas étonné que l'on remonte à 1,15 sur la parité EUR/CHF, voire au-dessus. Si on devait s'approcher des 1,20, la BNS serait bien avisée de profiter de ce mouvement pour se défaire de cette mesure aussi impopulaire qu'inefficace que constitue les taux d'intérêt négatifs.

Quelles sont les prévisions d'inflation?

Elle est redevenue positive en Suisse, depuis novembre 2016. Mais elle reste trop faible et va le rester. A moins que le franc s'affaiblisse massivement, mais je ne le crois pas. Les prévisions de la BNS sont de 0,3% en 2017 et 2018 et 1% en 2019 sur une base de taux Libor à -0,75%.

Nous sommes dans un monde qui a tendance à la désinflation. Liée en bonne partie au commerce en ligne et sa pression sur les prix, ajoutée à la baisse tendancielle liée à la Chine. Les pays ont intérêt à baisser leur prix. A laisser filer leur monnaie, ils peuvent ainsi bénéficier d'un repas gratuit. En effet, cela dope leur économie sans avoir à en payer le coût d'une inflation importée majorée.

En Europe, l'inflation baisse un peu et devrait continuer à baisser, impactée par le prix bas du pétrole. Cela pourrait tempérer les ardeurs de la BCE à être moins accommodante dans sa politique. Et le franc ne manquerait pas alors de connaître de nouvelles hausses pénalisantes.

INTERVIEW:
ELSA FLORET

Les futurs grands changements, si la parité à 1,15 devait s'avérer durable, selon Michel Girardin

Un taux de change qui se maintiendrait durablement à 1,15 franc pour un euro constituerait un ballon d'oxygène pour la BNS, qui, depuis 3 semaines, n'a plus besoin d'intervenir sur le marché. La BNS se défend d'avoir une limite sur la taille de son bilan et se dit prête à encore l'augmenter; le franc étant encore sensiblement surévalué aux niveaux actuels. Tout de même, la Banque Nationale doit apprécier cette pause dans l'accroissement phénoménal de son bilan, qui a été multiplié par 7 depuis la crise de 2008, pour dépasser 100% du PIB de la Suisse aujourd'hui. Même si elle ne le dit pas, la BNS n'attend qu'une baisse durable du franc, pour remonter les taux et percer la bulle du crédit en Suisse: 170% du PIB, dont une grosse

partie dans l'immobilier. Certes, il y a moins de zones immobilières à risque, car les prix ont baissé, ici ou là, mais les crédits hypothécaires restent élevés. Et la BNS aimerait bien pouvoir utiliser les taux d'intérêts, sans doute parce que cette arme serait mieux à même de réduire la demande de crédits hypothécaires, que celle du volant anticyclique des fonds propres, qui impose aux banques une couverture en capital plus élevée pour leurs activités de crédit.

Un franc autour des 1,20?

Mais pour que la BNS puisse augmenter les taux d'intérêt, il faudrait que le franc s'installe durablement autour des 1,20, voir plus. Et là, rien n'est moins sûr. L'euro a repris des couleurs, car

L'arrivée au pouvoir de Moon dope la Corée

Les mesures du nouveau président vont continuer à stimuler la réforme des conglomérats peu performants.



DARYL LIEW
Senior Portfolio Manager, Reyl Singapour

Soohorang, le tigre blanc, mascotte officielle des prochains jeux olympiques d'hiver qui se dérouleront à Pyeongchang, s'est emparé du marché boursier sud-coréen qui a bondi de 20% en monnaie locale cette année, ce qui en fait l'un des marchés asiatiques les plus performants en 2017. Cette appréciation des cours est à mettre au compte des résultats affichés par les entreprises coréennes qui ont enregistré la plus forte croissance des bénéfices en Asie cette année. Le KOSPI est l'un des marchés les moins chers de la région.

Un écart de valorisation important existe en effet entre les actions coréennes et d'autres actions asiatiques. L'indice MSCI Korea affiche actuellement une décote significative de 40% par rapport au MSCI Asia ex-Japan, dont le ratio PE est de 14,4x. Cette décote s'explique en partie par la rentabilité des capitaux propres affichée par les entreprises coréennes, inférieure de 15% par rapport à ses concurrents régionaux. Une prime de risque géopolitique doit également être prise en compte, le risque de conflit armé avec la Corée du Nord constituant un danger réel et toujours présent.

Les gênantes pratiques des chaebols

Il y a également une raison structurelle qui explique la forte décote du marché, à savoir la présence en Corée du Sud de conglomérats familiaux peu performants appelés chaebols. Ces chaebols se caractérisent par des prises de participations croisées complexes et opaques, une culture laxiste en matière de gouvernance d'entreprise amenant des affaires de corruption très médiatisées. Avec un bilan médiocre en termes de création de valeur pour les actionnaires, les entreprises coréennes affichent l'un des taux de distribution les plus faibles à l'échelle mondiale. Bien qu'ils aient joué un rôle important dans la construction du pays, il est possible que ces conglomérats freinent aujourd'hui le développement des petites entreprises et qu'ils étouffent l'esprit d'innovation.

Avec une économie ouverte et axée sur les exportations, la Corée du Sud a souffert du fléchissement du commerce mondial depuis la crise de 2008. La période faste durant laquelle le pays affichait une croissance du PIB à deux chiffres qui le positionnait dans le top quatre des meilleures économies asiatiques est depuis longtemps révolue. La Corée du Sud a dû s'adapter à un rythme de croissance beaucoup plus lent de 2,5 à 3,5% en moyenne au cours des trois dernières années. Les secteurs d'activité traditionnellement solides, comme la construction navale et la logistique, traversent une période difficile, comme en témoigne la faillite de l'armateur Hanjin en février dernier. Malgré ces problèmes, le senti-

ment que la Corée du Sud pourrait être en passe de rebondir. L'une des raisons de ce regain d'optimisme est l'arrivée du nouveau président Moon. Élu dans une période difficile, le président Moon a immédiatement commencé à tenir ses promesses de campagne. Sur le front économique, il a déjà relevé de 16,4% le salaire minimum, une initiative visant à réduire l'inégalité des revenus. Parmi les prochaines mesures figurent l'adoption d'un budget de relance de 9 milliards USD et la création de plus de 800 000 emplois dans le secteur public, une stratégie visant à lutter immédiatement contre le chômage des jeunes. La stratégie de moyen à long terme passera par une quatrième industrialisation des PME, les autorités étant conscientes de la nécessité d'impliquer ces entreprises qui demeurent la principale source de création d'emplois, dans la mesure où le pays cherche à transformer son économie de manière plus digitale.

Le président Moon a également pris des mesures visant à restructurer les entreprises coréennes. La réforme des chaebols est une priorité absolue qui s'est traduite par la nomination de M. Jang Ha-Sung, militant de longue date en faveur de la gouvernance d'entreprise, au poste nouvellement créé de directeur de cabinet responsable de la politique. Cette nomination suit celle d'un autre détracteur virulent des chaebols, M. Kim Sang-Jo, au poste de régulateur antitrust. Ces nominations à des postes clés continueront vraisemblablement à stimuler le processus de réforme des grands conglomérats ce qui pourrait doper les PME.

UN BUDGET DE RELANCE DE 9 MILLIARDS DE DOLLARS ET LA CRÉATION DE 800.000 EMPLOIS DANS LE SECTEUR PUBLIC SONT AU PROGRAMME.

On observe déjà des signes de progrès au sein des sociétés coréennes, le groupe Lotte ayant annoncé des restructurations visant à réduire les participations croisées et Samsung s'étant engagé à procéder à des rachats d'actions afin d'accroître le rendement des actionnaires. De même, le troisième plus grand fonds de pension mondial, National Pension Service coréen, se prépare à adopter le Stewardship Code, un ensemble de directives encourageant les pratiques d'investissement responsable. Le fait d'inciter les grands investisseurs institutionnels à exiger de bonnes pratiques de gouvernance permettra aux entreprises d'accélérer le processus de réforme. Divers événements pourraient certes venir contrecarrer les projets du président Moon. Il n'en reste pas moins qu'il a pris un départ encourageant après moins de 100 jours au pouvoir. Les progrès accomplis par la Corée du Sud devraient être plus visibles à l'occasion des Jeux de Pyeongchang dans 200 jours. ■