

**L'analyse de Jean-Luc Buchalet** Président de Pythagore Investissement et associé chez Primeview



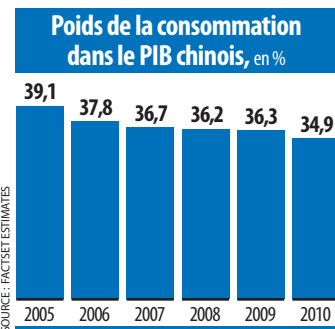
### Son parcours

► Ingénieur agronome diplômé d'Agro Paris, titulaire d'un troisième cycle de l'Essec, **Jean-Luc Buchalet** est président de Pythagore Investissement, une société de gestion quantitative de portefeuilles d'actions qu'il a créée en 2005. Il est par ailleurs associé chez Primeview, un cabinet indépendant de recherche économique.

## «Il y a une immense bulle de l'investissement en Chine»

«Contrairement à une idée reçue, la consommation n'est absolument pas le moteur de la croissance chinoise.» Le stratège de Pythagore en veut pour preuve la décomposition de la hausse du produit intérieur brut (PIB) en 2010. Sur les 10,3% enregistrés, la contribution des exportations a été négative, celle de l'investissement a atteint 7 points et celle de la consommation 3,6 points seulement. Ainsi ce ne sont pas les 18% de progression de la consommation en 2010 qui ont fait la croissance de l'empire du Milieu, insiste l'économiste. Et pour cause : le poids des salaires dans le PIB chinois n'est que de 25%, contre 50% en Inde, par exemple. Basculer vers une économie tirée par la demande nécessiterait une hausse spectaculaire des salaires, au prix d'une inflation débridée. On en est loin, même si la tendance est bien là, avec une hausse de 60% du revenu minimum à Pékin, entre décembre 2009 et janvier 2011.

Pour **Jean-Luc Buchalet**, la croissance chinoise repose sur une immense bulle de l'investissement. L'essor de cet investissement,



qui représente la moitié du PIB, repose pour l'essentiel sur les dépenses d'infrastructures publiques et surtout sur la spéculation dans l'immobilier. L'an passé, souligne l'économiste, les mises en chantier ont progressé de 50% et les prix des logements à Pékin ont flambé de 45% ! Davantage que le plan de relance, dont les effets commencent à s'estomper, c'est la distribution de crédits à tout va qui alimente cette bulle de l'investissement.

Cette situation rend extrêmement difficile le pilotage de la politique monétaire chinoise, explique **Jean-Luc Buchalet**. Car dans cette économie de bulles, refroidir la machine risquerait de casser trop brutalement la

croissance. Ce que les autorités veulent éviter à tout prix pour se maintenir en place, souligne le stratège. Pékin a choisi de privilégier un outil pour sa politique monétaire : la hausse du taux de réserves obligatoires exigées dans les banques. Mais l'économiste note que plusieurs hausses successives n'ont eu aucun impact sur la distribution de crédits. Cette dernière a, selon des chiffres officieux, progressé de 70% en deux ans, pour atteindre 10 000 milliards de yuans en 2010. Ce qui représente près de 30% du PIB !

Clairement, les autorités chinoises n'ont pas la main sur le crédit, souligne **Jean-Luc Buchalet**. Quant à la politique de taux, elle lui semble inadaptée. Il relève que le taux d'intérêt directeur réel (déduction faite de l'inflation) est négatif... dans un pays où la croissance dépasse pourtant les 10% ! Une telle situation n'est pas tenable, conclut l'économiste. Mais il reste très difficile, ajoute-t-il, d'anticiper le calendrier de l'éclatement de la bulle chinoise.

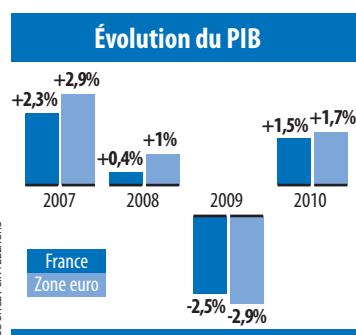
Marianne Py

## France

### La reprise va-t-elle accélérer?

**Mention passable.** La France confirme son statut d'élève moyen de la zone euro, à mi-chemin entre la locomotive allemande et une queue de peloton toujours en récession (Espagne, Irlande et Grèce). Le PIB a progressé de 0,3% au quatrième trimestre 2010 et de 1,5% sur l'ensemble de l'année. Le niveau d'avant-crise n'a pas tout à fait été retrouvé : la richesse produite figure 1,6% en dessous de son point haut de 2008.

**Effet stocks.** En ce début d'année, la consommation des ménages, dont la bonne tenue a sauvé la croissance l'an passé (+1,6%), reste la grande inconnue. Dopée par la prime à la casse, résistera-t-elle à son arrêt, ainsi qu'à l'augmentation de la pression fiscale ? Tout optimisme à ce sujet est freiné par la stagnation du pouvoir d'achat et par l'atonie du marché du travail. En 2010, 110 000 emplois ont été créés (après 334 000 destructions en 2009), un rythme trop lent pour permettre un recul sensible du chômage. Mais l'investissement des entreprises,



lui, pourrait réserver de bonnes surprises, après avoir reculé de 1,4% l'an passé. Les enquêtes de conjoncture suggèrent une accélération, au moins grâce au remplacement d'équipements obsolètes. En tenant compte aussi de l'effet stocks – qui devrait redevenir positif, après avoir amputé la croissance de 0,8 point fin 2010 – l'espoir est permis au premier trimestre 2011. Sur cette période, la Banque de France anticipe une hausse vigoureuse du PIB de 0,8%. Et sur l'ensemble de l'année, le consensus des économistes table sur une croissance de 1,6%, en deçà de la prévision de Bercy (2%).

M. P.

## États-Unis

### Budget: tensions au Congrès

**Ambitions modestes.** Le président des États-Unis, Barack Obama, a l'ambition de réduire de 1 100 milliards de dollars le déficit budgétaire fédéral sur dix ans. Jusqu'à présent, l'objectif était de 400 milliards. Cette proposition prendra effet lors de l'année fiscale qui débutera en octobre 2011 et prévoit des coupes dans les dépenses sociales et des suppressions de niches fiscales. Mais plusieurs postes sont en augmentation, dont la défense (730 milliards de dollars, soit 20% du budget) et les infrastructures (128 milliards). Au total, les dépenses ne diminueraient que de 2,4%. Le déficit passerait toutefois de 1 600 à 1 100 milliards, grâce à une hausse des recettes.

**Crédibilité.** Les républicains, majoritaires à la chambre des représentants, jugent insuffisant l'effort de réduction du déficit, mais «ils n'ont guère de proposition concrète pour le limiter», souligne Julia Coronado, économiste chez BNP Paribas. Ces derniers sont en effet hostiles aux augmentations d'impôts,

qui contrarient leur électorat, comme à des coupes dans le budget militaire. Dans son ensemble, la classe politique américaine paraît surtout moins sensible au risque que pose l'augmentation de la dette publique qu'à celui d'une rechute de l'économie. Le marché de l'immobilier reste déprimé, tandis que le taux de chômage ne baisse qu'en trompe-l'œil.

L'amélioration de la conjoncture américaine, confirmée par les chiffres de la croissance du quatrième trimestre, ne justifie pas, aux yeux des autorités, la levée d'une politique budgétaire et monétaire accommodante : «Elles considèrent plutôt que si l'économie va bien, c'est en partie grâce à leur politique», explique Julia Coronado.

À plus court terme, le risque immédiat vient de la menace des républicains de ne pas voter le relèvement du plafond de la dette fédérale, qui devrait être atteint fin mars, à 14 290 milliards de dollars. Ils exigent en échange une réduction immédiate des dépenses sociales !

Pierre-Louis Germain

## Tendances

### ► L'euro en livre sterling

**Intérêt.** La monnaie britannique remonte face aux grandes devises. Le dérapage de l'inflation, qui a atteint 4% à la mi-janvier outre-Manche, laisse envisager une hausse prochaine du taux directeur de la banque d'Angleterre.



### ► L'euro en dollar

**Élan brisé.** L'euro recule face au billet vert. Les tensions en Égypte ont redonné au dollar son attrait de valeur refuge. En outre, le départ d'Axel Weber est perçu comme un signal d'incertitude concernant la politique monétaire européenne.

## Indicateurs clés

Cette semaine	Variation sur la semaine	Variation sur un an
<b>L'euro en dollar</b>		
1,351 \$	-0,92%	-0,71%
<b>L'euro en livre sterling</b>		
0,837 £	-1,31%	-3,47%
<b>L'euro en franc suisse</b>		
1,312 CHF	+0,72%	-10,48%
<b>L'euro en yen</b>		
113,21 ¥	+1%	-7,52%
<b>Baril de Brent</b>		
102,55 \$	+2,42%	+41,02%
<b>Once d'or</b>		
1 365 \$	+0,11%	+24,29%
<b>Lingot d'or</b>		
32 390 €	+1,54%	+27,02%
<b>Taux d'intérêt français à dix ans</b>		
3,58%	+4 pdp	+15 pdp

Chiffres arrêtés le 15/02/2011  
pdp : points de pourcentage

## À surveiller

### ► Le 22 février, à 16 h

#### La confiance des ménages américains en janvier.

En décembre, l'indice du Conference Board est remonté bien plus vite que les économistes ne l'avaient anticipé. Il pourrait avoir baissé en janvier, en raison de la hausse des prix du carburant.

### ► Le 23 février, à 16 h

#### Les ventes de logements anciens aux États-Unis en janvier.

Après une forte hausse en décembre, elles pourraient marquer le pas en janvier. Les demandes de crédit immobilier ont en effet nettement diminué depuis fin novembre dernier.

