



WEGELIN & Co.

BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1741

Commentaire d'investissement no 272 du 23 août 2010

Trop gros pour ne pas faire faillite

1. Des rendements nuls

Celui qui a de la fortune ou même en vit, part du principe qu'elle doit générer un rendement. Non pas chaque jour ou chaque année qui passe, évidemment. Mais tout au moins sur le long terme, en moyenne, et pour autant qu'il n'ait pas imprudemment misé sur un seul placement ou sur une seule catégorie de placement. Le quasi-axiome du rendement positif fait vivre les investisseurs, nos clients, et nous fait également vivre nous, qui les conseillons et les accompagnons dans cette tâche. C'est sur ce même quasi-axiome que reposent par ailleurs toutes les optimisations de portefeuille complexes propres aux assurances et aux caisses de pension; les fameux «rendements moyens attendus» – 5%, 6% ou plus encore pour les actions, 3 ou 4% pour les investissements dans des titres à revenu fixe, 1 à 2% pour les placements monétaires à court terme – servent de point de départ à l'ensemble des décisions et directives stratégiques ou tactiques que les organes compétents et les autorités de surveillance considèrent pour ainsi dire comme un mantra sacré. La consécration est venue sous le nom de «fondement économique»: les hypothèses sous-tendant les rendements moyens ne seraient donc pas un quasi-axiome, mais bien un axiome à part entière, que l'on ne saurait remettre en question.

Il ne nous viendrait évidemment pas à l'esprit de questionner ce fondement économique: nous y croyons formellement (comment pourrait-il en être autrement?). Sauf qu'actuellement – et il faut comprendre par là «depuis un certain temps» –, les faits nous disent autre chose: la fortune ne rapporte plus rien ou presque. Les rendements atteignent pratiquement le niveau zéro, et cela vaut malheureusement pour bon nombre de classes d'actifs.

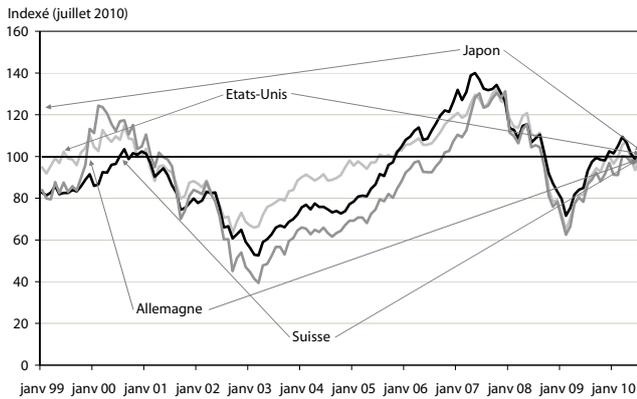
Commençons par les placements monétaires, les dépôts à vue et à terme, les fonds du marché monétaire et autres. Pour une échéance allant jusqu'à six mois, la rémunération offerte en franc suisse est quasi nulle, sauf si le placement choisi recèle d'une manière ou d'une autre un risque additionnel (Lehman...). Les conditions n'ont pas l'air franchement meilleures du côté des monnaies de

placement que sont l'euro et le dollar, et encore moins pour ce qui est du yen japonais.

L'investisseur qui souhaite dégager un rendement d'au moins 1% sur un placement à revenu fixe doit opter sur le franc suisse pour une échéance approchant les cinq ans s'il entend confier son argent à un débiteur un tant soit peu fiable. Dans les bons du Trésor américain, le rendement des titres à dix ans s'élève actuellement à 2,6%; les obligations en euro offrent une «rémunération» équivalente, tandis qu'en yen, il n'y a toujours rien ou presque à encaisser. Investir dans des obligations à long terme implique toutefois un important risque de taux. En cas de hausse des taux d'intérêt en effet, la perte de cours potentielle correspond grosso modo à 1% de l'échéance pondérée de l'obligation. En l'occurrence, il valait la peine jusqu'ici d'assumer ce risque de taux, puisque les taux d'intérêt – justement! – ont continué de reculer à partir de niveaux déjà bas. Si les gains de cours qui en ont résulté ont donc contribué entre-temps à soutenir le rendement des portefeuilles mixtes, ce bienfait tire lui aussi à sa fin, à mesure que les titres à long et très long terme (bons du Trésor à 30 ans) tendent à leur tour vers le rendement zéro. Conclusion, les conséquences liées à la prise de risque de taux s'avèrent toujours plus asymétriques.

Qu'en est-il des actions qui, dit-on, récompenseraient les investisseurs au travers d'une généreuse «prime de risque»? La réalité est pour le moins dégrisante. Pour qui n'a rien gagné au moyen d'astucieuses surpondérations et sous-pondérations tactiques, mais n'a pas davantage commis la moindre erreur, autrement dit pour qui a tout simplement détenu des actions sous une forme diversifiée dans son portefeuille, il faut remonter dix ans en arrière et, suivant la région considérée, jusqu'à onze ans (Etats-Unis) ou même plus de vingt ans (Japon) pour trouver trace d'un rendement positif. Dividendes réinvestis compris, s'entend. Le graphique ci-après illustre clairement ce phénomène de sur-place. Sachant qu'un très grand nombre de décisions d'investissement actives se prennent de manière procyclique, on ne se trompe pas en supposant qu'un très grand nombre d'investisseurs sont depuis très longtemps dans l'attente d'une rémunération adéquate pour leurs mises de fonds.

Actions: la longue attente



Source: Bloomberg, graphique Wegelin
 N.B.: indices régionaux «total return» (div. réinvestis), en monnaie locale; S&P 500 pour les Etats-Unis, SPI pour la Suisse et DAX pour l'Allemagne

Avec de tels niveaux de rendement, rien de surprenant à ce que la question de la finalité se pose avec toujours plus d'insistance. Ce d'autant que les rendements pris en termes réels offrent une piètre consolation: certes, les taux d'inflation se sont eux aussi avérés bas au cours des dernières années, si bien que l'individu fortuné n'a pas subi au surplus une perte sensible de son pouvoir d'achat. Mais il est vrai également qu'un rendement réel nul ne saurait alimenter les caisses de pension et générer un cash-flow digne de ce nom en faveur d'un capital de retraite individuel. En bref, celui qui compte sur les revenus de sa fortune joue de malchance depuis un certain temps.

2. La perplexité, un phénomène d'actualité

Lorsque des axiomes ou quasi-axiomes sont remis en cause, lorsque des questions de finalité se posent et que de très nombreux paramètres évoluent d'une manière «inédite», il ne faut pas s'étonner si l'un des baromètres de tendance les plus en vue, à savoir la bourse, tangue et roule comme un bateau sans quille ni gouvernail et dont les voiles se seraient déchirées. La désorientation que les marchés des actions montrent depuis quelques mois a mis bon nombre d'opérateurs à rude épreuve; et de leur côté, les commentateurs redoublent d'explications surinterprétées à propos d'événements confinant à l'insignifiance.

Les statistiques soi-disant si mauvaises en provenance des Etats-Unis en sont la dernière illustration. Bien sûr qu'il y a énormément de choses négatives à dire sur l'économie américaine, qu'il s'agisse de la persistance d'un chômage élevé, du non-assainissement de la situation sur le marché immobilier ou encore du creusement exorbitant de l'endettement public. Nous y reviendrons d'ailleurs dans ce même *Commentaire*. Mais en l'occurrence, il n'y a là rien de très nouveau. Si quelques indicateurs, dont la variation trimestrielle du PIB par exemple, voient maintenant leur progression s'essouffler légèrement après s'être

rapidement propulsés hors de la récession de 2008-2009 (ce qui était parfaitement prévisible pour l'observateur objectif) et que ce simple fait suffit à provoquer la crainte d'un plongeon dans une nouvelle récession, c'est le signe d'une nervosité exacerbée. *Double dip*, «double creux» en français: tel est le mot d'ordre depuis quelques semaines. Mais la fébrilité est mauvaise conseillère; quiconque prétend déceler les retournements de tendance dans la deuxième dérivée pourrait bien se retrouver très souvent abusé par les fluctuations naturelles et l'oscillation des statistiques.

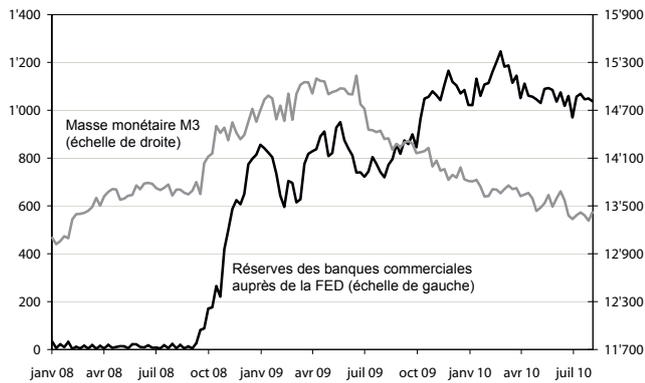
Non, la *conjoncture* n'a pas lieu de susciter des interrogations majeures, ni aux Etats-Unis, ni en Europe. Ceux qui ont basé directement leurs prévisions économiques sur la rapide reconstitution des stocks dans l'industrie (après le déstockage quasi instantané qui a suivi la panne majeure du commerce mondial survenue dans le sillage de la crise financière) ont tout simplement fait fausse route. Et ceux qui ont fondé leurs estimations bénéficiaires futures directement sur les résultats des entreprises dopés par la reprise, se sont franchement rendus coupables d'euphorie excessive. En clair, le scénario du «L incliné» que nous redoutions – soit une évolution conjoncturelle plutôt poussive sur les deux à trois prochaines années – semble se matérialiser progressivement pour les nations industrielles occidentales. L'Allemagne, et avec elle le soi-disant miracle de son industrie d'exportation: ici non plus, la surinterprétation donnée à une situation spécifique n'est pas indiquée. A l'échelle européenne, les statistiques dressent bel et bien le portrait d'une économie avançant au ralenti. Tout cela pour dire que la perplexité et la versatilité extrême des marchés boursiers n'apparaissent pas vraiment justifiées au regard des questions conjoncturelles.

Le ver se cache dans le domaine *structurel*: c'est là que la perplexité se révèle plus que légitime. Commençons par le système bancaire tel qu'il se présente au sortir de la crise financière. Jusqu'où a-t-il été assaini? D'un point de vue nominal, la situation ne semble pas si mauvaise – la profitabilité s'est nettement redressée, même auprès des établissements fortement ébranlés par la crise. La taille des bilans, comme ceux d'UBS ou de Citigroup par exemple, a été sensiblement réduite, et la situation au plan des fonds propres s'est améliorée dans une même mesure. *So far, so good*. Soit, mais le système bancaire remplit-il pour autant sa fonction économique dans les pays industrialisés occidentaux? Curieusement, le marché du crédit est pour ainsi dire au point mort, malgré l'approvisionnement en liquidités extrêmement avantageux fourni par les banques centrales (lequel, soit dit en passant, explique en partie la faiblesse des taux du marché monétaire dans toutes les principales monnaies). En d'autres termes, les banques n'assument quasiment pas leur rôle de «courroies de

transmission» entre les banques centrales et l'économie réelle ou, dit d'une manière encore plus tranchante, elles sont restées dans une situation dysfonctionnelle depuis la crise financière.

Le graphique ci-après illustre très clairement la problématique: la masse monétaire M3, un agrégat qui n'est plus guère calculé par la banque centrale (pourquoi donc?) mais fait l'objet d'un suivi par quelques têtes pensantes, est toujours en chute libre aux Etats-Unis, tandis que les réserves excédentaires de la Fed conservent un niveau record.

L'argent ne prend pas le bon chemin



Source: Réserve fédérale, shadowstats.com
 N.B.: données en milliards d'USD; M3 = numéraire + dépôts d'épargne + dépôts à terme

On pourrait évidemment jeter la pierre à l'économie réelle, qui génère de toute évidence une demande de crédit trop modeste, en objectant que l'on ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif. Mais le peu d'empressement à investir est vraisemblablement le reflet du manque de propension au risque noté du côté des banques. Cette attitude de part et d'autre est des plus singulière pour ne pas dire déconcertante, au vu des taux d'intérêt nominaux très bas et des taux réels peut-être même négatifs qui prévalent. Le ver doit se loger en profondeur, sans quoi il y a bien longtemps qu'une course à l'investissement et au crédit se serait amorcée...

Taux d'intérêt bas, apport record de liquidités, «assouplissement quantitatif» (synonyme d'approvisionnement direct en capital par les banques centrales), mise au placard des «stratégies de sortie» (autrement dit, fin de ces mêmes programmes d'assouplissement quantitatif): d'après la théorie monétaire courante, il y a un bon bout de temps que des pressions inflationnistes auraient dû apparaître! Perplexité donc également du côté des Cassandre d'inspiration monétariste: l'inflation est tombée au plus bas de part et d'autre de l'Atlantique, et aucun rétrécissement de l'offre ne se profile sur les marchés des biens, en raison des gains de productivité réalisés dans les marchés émergents entre autres. C'est comme si les faits donnaient raison à l'économiste keynésien émérite Galbraith, qui brocardait tout récemment

encore les mises en garde à l'encontre des conséquences négatives d'une politique monétaire et budgétaire stimulante à l'extrême (*The Economist*, 12.08.2010, p. 60). Pour mémoire, TARP, le programme de relance du gouvernement américain, se montait à USD 700 milliards. Une enveloppe supplémentaire d'USD 800 milliards de dollars a vu le jour par la suite avec l'American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (ARRA). Parallèlement à cela, le bilan de la Réserve fédérale est passé de 943 milliards en 2008 à 2'368 milliards en 2010, à des fins de rachat d'emprunts domestiques. Et du côté des agrégats européens et japonais, la situation se présente à peu près sous le même jour.

A vrai dire et ce serait là un motif de perplexité supplémentaire, le keynésianisme n'est pas sans susciter lui aussi moult interrogations, même en laissant de côté la question des résultats concrets. Car si tant est que la stimulation monétaire et budgétaire extrême ne s'avère pas dommageable en matière d'inflation, il est malheureusement apparu clairement dans l'intervalle qu'elle n'apporte pas grand chose de bon. Aux Etats-Unis, le chômage atteint toujours 9,5% (et se hisse à près de 20% si l'on prend en compte les salariés à temps partiel qui souhaiteraient un plein temps!), la situation sur le marché immobilier s'est tout au plus stabilisée, et l'élan du «Yes, we can!» ne suscite plus guère qu'un haussement d'épaules résigné. Malgré le niveau plancher des taux d'intérêt, l'Américain moyen épargne pendant que l'Etat accumule déficit sur déficit. Après avoir été quasi nul pendant de nombreuses années, le taux d'épargne des ménages américains se situe désormais à 6,2%, alors que l'endettement du gouvernement fédéral s'est quant à lui accru de 28,4% depuis fin 2008. En d'autres termes, d'un côté, on pratique une stimulation sans précédent afin de préserver et de promouvoir la consommation, et de l'autre, cet effort de stimulation tombe largement à plat.

Perplexité enfin face à la politique monétaire. La stimulation extrême à laquelle se prêtent pratiquement toutes les grandes banques centrales n'est pas critiquée «uniquement» d'un point de vue académique, mais elle est aussi remise en question par des gens du sérail. Ainsi, le rapport annuel de la Banque des règlements internationaux (BRI) consacre un chapitre entier aux conséquences potentiellement négatives de la politique des taux bas (80^e rapport annuel BRI, Bâle, juin 2010, page 39 et ss). Il y est question d'allocations micro-économiques inadéquates du côté des entreprises, de distorsions au niveau de l'économie intérieure mais également au plan international, et l'on y redoute notamment que dans leur quête de rendement toujours plus désespérée, les investisseurs en viennent à opérer de dangereuses prises de risque. Reste qu'aucun des esprits critiques ne s'est jamais prononcé sur ce qui serait un niveau de

taux correct ou tout au moins approprié lorsqu'il n'y a pratiquement pas de trace d'inflation et que ce sont plutôt les craintes de déflation qui l'emportent. Il est facile de critiquer quand on n'a pas à proposer d'alternatives et à se prononcer sur leurs éventuels avantages et inconvénients...

3. L'étudiant perdu dans une mer de flammes

Perplexité sur les marchés, perplexité dans l'ensemble des institutions, perplexité à tous les niveaux: voilà qui appelle des tentatives d'explication. Or les images sont parfois plus parlantes que tous les discours. Pour autant qu'elles correspondent à la réalité, s'entend. Tentons donc le coup! Avec ses steppes en feu et sa toundra rougeoyante, son Kremlin en proie à des fumées étouffantes et un chef de gouvernement à l'air singulièrement détaché, la Russie a récemment offert un certain nombre d'images-chocs sur le thème de la «perplexité face à des événements majeurs». La photo la plus saisissante montrait un volontaire (ou ce que l'on entend par là en Russie), un jeune étudiant posté à moins de cent mètres d'un mur de flammes et armé d'une pelle et d'une lance à incendie dont il ne s'échappait plus que quelques gouttes d'eau pour étouffer le brasier. Sur son visage, dont on ne distingue que les contours dans la fumée épaisse, se lisent la perplexité, le désespoir, la résignation, mais aussi la désolation. Face au déchaînement des éléments, l'impuissance est flagrante.

Quels sont les parallèles avec la perplexité qui règne dans le système économique et financier, et quelle est au juste la pertinence de la métaphore? C'est l'idée d'«embrasement» qui touche selon nous au plus près. En Russie, le feu n'a pas pris à un endroit précis, c'est une multitude de foyers qui se sont déclenchés à travers tout le pays. Les conditions structurelles étaient réunies: frappée par une canicule et une sécheresse de plusieurs semaines, la campagne russe était devenue un *combustible* propice. Chaque feu a évidemment eu ses propres causes, mais cela n'a plus guère d'importance dans le contexte d'un embrasement général. Il en va d'ailleurs de même pour les tentatives individuelles et désespérées visant à circonscrire le sinistre et qui sont autant d'essais voués à l'échec face à l'ampleur du problème global. Il est des situations qui échappent manifestement à tout contrôle, que l'on soit ou non une puissance nucléaire. Ni la destitution de gouverneurs locaux, ni l'intervention de volontaires aussi nombreux soient-ils, ni la mobilisation de corps de sapeurs-pompiers et de canadiens n'est d'un quelconque secours lorsque la vague de chaleur se fait chaque jour plus insupportable et que la sécheresse semble devoir ne jamais s'arrêter. Le combustible reste ce qu'il est. L'idée de devoir en fin de compte s'en remettre uniquement et littéralement au ciel et à la pluie pour atténuer le fléau qui sévit: voilà une vision qui doit

être difficile à supporter pour un pays régi de manière autoritariste.

Le combustible reste ce qu'il est: c'est ce qui fait la justesse de l'image choisie. Le système financier des pays industrialisés occidentaux a enduré une première vague d'incendie avec la crise des années 2008-2009. Le sinistre s'est concentré alors sur une série d'établissements financiers caractérisés par une forte exposition, une taille excessive, une structure extrêmement complexe et des liens réciproques étroits, et qui s'étaient tous défaits de leurs réserves incendie perçues comme un poids mort après une longue période marquée par l'absence de réel danger sur ce front. Ce qui s'apparentait à un phénomène sectoriel dans un premier temps s'est, au fil de la crise, révélé un immense problème global. Car avec la fournaise induite par la persistance d'une politique de taux bas, le combustible de l'endettement n'a cessé de se propager.

D'un point de vue économique, l'«endettement excessif» signifie qu'une partie des capitaux engagés ne correspond à aucun *projet réel viable*. «Réel» au sens où il devrait logiquement en résulter un cash-flow positif permettant de garantir le coût du capital et le remboursement. Dans le contexte micro-économique de l'entreprise, l'endettement excessif est synonyme de surendettement. Lorsque le passif accumulé fait face à des actifs vraisemblablement dénués de valeur, c'est la faillite. Et qui dit faillite, dit assainissement, dépôt de bilan ou cessation définitive via la liquidation. Dans les trois cas de figure, le créancier se retrouve contraint de réviser ses prétentions à la baisse, son avoir étant désormais vidé de sa valeur.

L'endettement excessif accumulé au sein du système financier avait essentiellement pour substrat des projets réels non viables sur le marché immobilier américain, à savoir l'accession à la propriété de catégories sociales défavorisées, soutenue par l'Etat. Avec les années, cette matière combustible résultant d'une absence de valeur a servi de terreau à un gigantesque édifice au caractère largement illusoire, à une activité stimulée par des commissions lucratives et fondée sur un substrat dénué de tout contenu ou presque. Et le mécanisme a acquis une stabilité dynamique grâce à la banque centrale, connue pour sa propension à l'interventionnisme quand il s'agit d'assurer la sécurité du système. Voilà pour le point de départ de la crise financière.

L'issue de la crise, nous la connaissons. Des assainissements, autrement dit des amortissements, ont été opérés. Les chiffres correspondants s'élèvent pour l'heure à USD 1'200 milliards s'agissant des banques d'affaires américaines, ce qui équivaut plus ou moins à la moitié des dommages réels estimés. Avec le programme TARP et l'assouplissement quantitatif, un très grand nombre de risques ont simplement mis le

cap sur le port soi-disant imprenable de l'Etat. Et sans le soutien infiniment coûteux octroyé par le fisc américain aux agences hypothécaires Fannie Mae et Freddie Mac, les besoins d'amortissement auraient été beaucoup plus conséquents encore. Le combustible est toujours là; il est tout simplement passé en main de l'Etat.

Entre-temps, les finances publiques ont été elles-mêmes rattrapées par la crise financière de 2008-2009, avec les difficultés qu'a connues la Grèce et la tempête qui a secoué l'euro. La Grèce constitue d'ailleurs un cas intéressant appelé à figurer en bonne place dans la catégorie des «projets réels non viables». La probabilité que l'Etat grec puisse assumer par ses propres moyens le service de sa dette colossale – à savoir le paiement des intérêts, le remboursement et le refinancement – paraît faible. Car même après le plan d'aide de la zone euro qui, comme on le sait, s'adressait en premier lieu aux banques françaises et allemandes exposées, et après le filet de sauvetage nettement plus important encore dressé à l'intention des pays financièrement fragiles que sont le Portugal, l'Irlande, l'Espagne et l'Italie, les emprunts grecs ont conservé sur le marché des niveaux de cours tablant sur un rééchelonnement de la dette. Une partie du combustible a ainsi été transférée des différents débiteurs souverains vers la zone euro proprement dite, le combustible restant là encore ce qu'il est.

4. Deux ou trois malades pour un bien portant?

Au début de la crise de l'euro, on a eu l'impression d'assister à un combat qui mettait aux prises deux géants titubants et qui tournait clairement en faveur d'un des deux protagonistes. En effet, pas un jour ne passait sans que les Etats-Unis et les canaux médiatiques largement placés sous leur contrôle ne déversent leur lot d'articles discréditant l'Europe et la zone euro. Sans vouloir céder à une quelconque théorie du complot, une chose est sûre: les Américains sont les champions du monde du dénigrement systématique. Ainsi, sur la période allant d'avril à fin juin, la monnaie européenne a perdu pas moins de 10% de sa valeur face au dollar, pendant que les marchés des actions européens – et notamment ceux des pays les plus fragilisés – s'enfonçaient sérieusement dans le rouge. Tous les efforts entrepris en Europe pour tourner la page, à savoir l'enchaînement sans précédent de plans d'aide et de filets de sauvetage toujours plus imposants, semblaient ne rien pouvoir y faire.

La situation du géant européen s'est tout de même améliorée, quoique de manière furtive, lorsqu'il est apparu que l'autre colosse montrait un état de santé au moins aussi préoccupant. L'insolvabilité qui menace plusieurs Etats américains a servi de préambule, les mauvaises nouvelles évoquant le ralentissement d'une reprise largement surestimée sont venues ensuite, et progressivement, la situation

toujours aussi peu reluisante sur le front de l'emploi et le regain d'inquiétudes à l'égard du marché immobilier ont donné naissance à un vaste sentiment de désespoir qui contraste grandement avec l'ampleur des mesures de stimulation et avec les euphémismes si chers au gouvernement Obama.

Depuis la mi-août, nous ne sommes plus les spectateurs d'une lutte entre deux géants cherchant à prendre le dessus. Les marchés financiers, autrement dit les marchés des actions et les marchés des changes, semblent s'être résignés à ce que les entités concernées soient toutes deux à genoux. Cette vision pessimiste se lit également dans l'évolution du franc suisse: depuis début juin dernier, le dollar américain a perdu pas moins de 11% face au franc, et après le rebond de courte durée dont a profité l'euro (à 1.38), la monnaie européenne est retombée à 1.32 au moment où le présent *Commentaire* est mis sous presse. De son côté, le marché des actions continue d'aller à la dérive; seul le boom que connaissent momentanément les exportations allemandes contribue à améliorer quelque peu le sentiment.

Au vu de l'évolution peu réjouissante de la situation, la banque centrale américaine a déclaré qu'elle entendait poursuivre pour l'heure et jusqu'à nouvel ordre sa politique d'assouplissement quantitatif. Si la Banque centrale européenne se tient pour sa part un peu à couvert, il n'est nullement question de mettre fin à l'abondance de liquidités malgré la bonne tenue des statistiques allemandes, le reste de l'Europe demeurant en proie à d'importants problèmes de croissance. Au Japon, le ministre des Finances a convié le gouverneur de la banque centrale à des réunions de travail, le premier estimant que c'est à la fermeté de sa monnaie que le Japon doit d'avoir été dépassé par son rival chinois. En d'autres termes, on cherche dans les pays des trois principales monnaies de réserve mondiales, et de manière pour ainsi dire simultanée, à poursuivre ou à reproduire ce que le Japon s'efforce de faire depuis maintenant bientôt 20 ans: stimuler croissance et stabilité à l'aide d'instruments de politique monétaire.

Ce phénomène, qui concerne la majeure partie des nations industrialisées, requiert une analyse un peu plus approfondie. Tout ce que l'on peut en dire de prime abord, c'est que la politique en question ne fonctionne manifestement pas ou, pour être plus clair encore, qu'elle est vouée à un échec retentissant. Le Japon en fournit depuis longtemps la preuve empirique, et l'Europe comme les Etats-Unis sont bien partis pour connaître le même sort. Pourquoi donc?

5. Un malaise implicite

Revenons à l'image du jeune volontaire russe face au feu qui fait rage: le problème ne vient pas de la

disponibilité ou de l'absence d'eau d'extinction. Il tient en soi à l'immensité des terres menacées d'incendie et à l'abondance de combustible, qui rendent désespérément dérisoires tous les efforts visant à circonscrire chaque foyer individuel.

Nous avons plus haut qualifié de «combustible» l'excès d'endettement qui s'est formé au travers de la crise financière et de ses conséquences dans les pays industrialisés. Or il est fort probable que cette vision pour ainsi dire comptable des choses soit encore loin de la réalité. Les découverts exprimés en dollar, en euro et en yen ne constituent pas le véritable problème. Ils sont tout au plus les symptômes visibles d'une *problématique structurelle* beaucoup plus profonde. Ladite problématique, inhérente aux systèmes des sociétés développées, réside dans le fait que les innombrables promesses et revendications auxquelles les institutions de ces modèles sociétaux donnent lieu – prévoyance-vieillesse, système de santé, transferts sociaux – font face à une lente *extinction des projets réels* véritablement crédibles. Dans le cas du Japon et de l'Europe notamment, ce phénomène n'est pas sans rapport avec la diminution inexorable de la population jeune, la mieux à même de porter ces projets réels. Les conséquences des défis démographiques pour les systèmes sociaux existants sont plus ou moins connues, certes, mais elles ne figurent pas en bonne place dans l'agenda politique, en raison du peu d'attrait qu'elles exercent sur les forces électorales qui comptent à l'heure actuelle. Le surendettement-combustible s'accumule ainsi lentement mais sûrement, année après année, sans que les mécanismes démocratiques soient en mesure de maîtriser l'asymétrie qui prévaut entre la politique réelle orientée sur le court terme et les exigences de durabilité à long terme.

Au-delà de la problématique démographique, les systèmes des sociétés développées dans leur ensemble, et cela vaut donc aussi pour les Etats-Unis, semblent complètement dépassés par la gestion des promesses et revendications. Il y a maintenant plus de 30 ans que la branche des sciences sociales dédiée à l'économie politique a mis le doigt sur le défaut inhérent aux mécanismes de décision démocratiques, à savoir que l'utilité d'un lobbying défendant des avantages spécifiques pèse nettement plus lourd que les coûts imputés à la communauté des contribuables. Si en plus, les institutions publiques dissimulent ces coûts en recourant à la possibilité qui leur est donnée de s'endetter de manière illimitée ou en reportent la majeure partie sur la prochaine génération, et s'il est possible en outre de maintenir les intérêts à payer pour cette dette à un niveau artificiellement bas, il y a alors un grand risque qu'une spirale pratiquement irréversible s'installe et se traduise par un endettement toujours plus important.

A nos yeux, la crise financière et la crise de l'euro ont en quelque sorte mis cette problématique en lumière pour la première fois. Ce n'est pas un hasard si les primes de risque des emprunts d'Etat, qui se manifestent au travers des *credit default swaps* (CDS), ont fini par dépasser celles des débiteurs privés. Le *malaise* ambiant peut difficilement s'exprimer de façon plus claire qu'au travers des prix payés sur le marché. Mais si dans le cas présent, la manifestation du malaise est explicite, le malaise caché, autrement dit celui qui n'est pas pleinement formulé, nous paraît plus important encore. Il se camoufle selon nous derrière le taux d'épargne qui ne cesse de grimper aux Etats-Unis malgré toutes les stimulations données à la consommation, derrière la faible création de crédit par les banques commerciales, derrière l'atonie observée dans le secteur du *private equity*, et derrière l'incapacité de maîtriser véritablement le problème du chômage de part et d'autre de l'Atlantique. Les manifestations de *perplexité* énumérées au point 2 du présent *Commentaire* s'éclaircissent en bonne partie lorsque l'on introduit la variable «malaise général» dans l'équation. De plus en plus de citoyens, d'acteurs de la vie économique et de bailleurs de fonds ont le vague sentiment qu'il n'y a plus moyen de sortir de la chose par le haut. La «chose» étant notre modèle économique et sociétal devenu *trop gros, trop complexe* et qui court à sa propre perte. Ainsi, la problématique globale serait à la fois trop grande et trop complexe pour qu'un *échec* ne soit pas *inéductable*. Ou, pour reprendre notre métaphore, on aurait accumulé du combustible en trop grande quantité et sur une bien trop grande surface.

6. Des stimuli contre-productifs

Gérer cet amas de combustible consiste à assurer ce que l'on a appelé la «*stabilité du système*». Ce concept s'est mué en une *clause générale* déclinable à l'envi, permettant d'enfreindre principes et directives de manière presque aussi éhontée que l'«*intérêt public*» ou la «*raison d'Etat*» d'autrefois. Ainsi, lorsque la Confédération suisse maintient une grande banque dans sa structure d'origine au lieu de la soumettre à un processus d'assainissement placé sous la conduite de l'autorité de surveillance, lorsque cette même Confédération tolère que l'on viole de manière rétroactive et au mépris de la garantie de recours due aux intéressés le secret bancaire qu'elle tenait jusque-là en haute estime, lorsque l'Union européenne tire d'abord de l'insolvabilité un Etat grec aux abois avant de déployer un filet de sauvetage à l'intention d'autres Etats membres fragilisés et que ce faisant, elle contrevient justement au droit explicite applicable en la matière, lorsqu'enfin, le gouvernement américain subventionne de manière directe des entreprises au travers du Recovery Act, tout cela se fait au nom de la stabilité du système. Cette «*stabilité*» est devenue un

laissez-passer pour le déploiement et l'exploitation d'un tissu de nouvelles promesses et revendications particulières de plus en plus exorbitantes.

Comme il faut s'y attendre en pareil cas, on trouve bien évidemment des voix soi-disant académiques pour défendre une telle politique de promesses sans limites, à l'instar de l'économiste James Galbraith, déjà cité plus haut (cf. p. 3). Quand on lui demande s'il y a un plafond à la stimulation étatique, ce dernier répond en substance qu'il n'y a pas de limite opérationnelle, que le gouvernement fédéral peut dépenser ce qu'il entend, et qu'il ne s'en prive pas d'ailleurs. Selon lui, l'entrain des uns à s'endetter reflèterait simplement le zèle que d'autres mettent à épargner au plan domestique comme à l'étranger. En revanche, le professeur d'Austin (Texas) ne se prononce pas sur la question de l'utilisation faite des dépenses – s'agit-il de projets réels viables ou peut-être justement pas, dès lors que l'argent finit dans le transfert social ou dans de mauvais investissements? En Europe également, on trouve un grand nombre de partisans d'une politique économique publique de type activiste. Tous se méprennent sur le même point. Ils partent en effet du principe qu'une grande collectivité est en mesure de gérer plus intelligemment les promesses, revendications et autres. Ils ne veulent pas voir que cette fausse idée inspirée de l'économie planifiée a conduit à une accumulation toujours plus grande de combustible. Au travers d'actions en apparence toujours plus désespérées et de nature toujours plus interventionniste, ils cherchent en permanence à éteindre des feux isolés et alimentent ainsi chaque jour un peu plus le système en combustible.

Le dernier maillon et aussi le plus important dans cette gestion de la stabilité du système au profit d'un édifice toujours plus creux est incarné par les banques centrales et les grandes banques d'affaires, ces dernières ayant été soit étatisées soit mises sous la quasi-tutelle réglementaire et économique de l'Etat au sortir de la crise financière. Avec les faibles taux d'intérêt et le financement des dettes publiques assuré au travers d'une double comptabilité, elles font en sorte non seulement d'invoquer la stabilité mais également de la transformer en réalité. Les Etats et communautés d'Etats industrialisés surendettés ont besoin des taux d'intérêt bas et de l'assouplissement quantitatif afin de ne pas lever le voile sur le fait que tout cela n'est que du combustible supplémentaire. Les *banques centrales* ont largement *sacrifié* leur *indépendance* sur l'hôtel de la stabilité du système; aux côtés des grandes banques d'affaires, elles sont passées au rang d'assistantes à l'exécution du surendettement, de simples fournisseurs de combustible.

Le problème, c'est que chaque nouveau pas dans ce sens fait grandir le «malaise général» comme nous

l'avons nommé, à savoir la peur que les systèmes dans lesquels les sociétés développées se sont empêtrées soient devenus trop gros, trop puissants, trop complexes et trop difficilement maîtrisables pour ne pas faire faillite.

7. De la modification des équilibres

On se demande évidemment comment il est possible de se prêter à un tel jeu pendant si longtemps sans que le monde entier, créanciers en tête, s'en inquiète. Ce qui revient à poser la question de savoir combien de temps encore cette période de taux bas, cette époque de maigres rendements pourrait encore durer. La chose est bien entendu déterminante pour ce qui est de l'activité d'investissement et de l'orientation à lui donner.

Dans des circonstances normales, autrement dit si le niveau des taux et la valeur extérieure d'une monnaie étaient étroitement liés, il y a longtemps que cette forme de politique monétaire et budgétaire aurait dû prendre fin. En effet, la valeur extérieure de la monnaie concernée aurait subi une forte pression baissière et la hausse des prix à l'importation aurait fait grimper l'inflation, de sorte que les taux d'intérêt auraient dû être relevés. Seulement voilà: nous ne sommes pas «dans des circonstances normales». On se trouve plutôt en présence d'une forme de *cartel des taux bas* piloté par ce qui reste la première monnaie de réserve mondiale, le dollar américain, avec à ses côtés le yen et l'euro. Ce cartel fournit aux sociétés surendettées les liquidités dont elles ont besoin. Les autres devises mondiales, au rang desquelles figure le franc suisse, ont trop peu de poids pour pouvoir remettre en question un tel monopole. Et les seuls qui, en tant qu'importants créanciers, pourraient perturber ce cartel de taux bas, les Chinois donc, n'ont guère envie de modifier cette constellation pour des raisons liées à leurs activités d'exportation, fer de lance de leur économie.

Sur le long terme, les conséquences ne pourraient être plus négatives pour le monde industrialisé. Après la désindustrialisation qui s'est opérée durant les années 1990 et qui a valu aux Américains de perdre d'importantes capacités de production, c'est la *perte de valeur ajoutée et de capacité d'innovation* qui menace maintenant, suite au «malaise général» induit par un système devenu trop gros et trop complexe. Processus clés, secrets d'activité et de production jusqu'ici bien gardés, recherche et développement: tout cela est transféré vers des pays dans lesquels ce sont la confiance et l'espoir qui règnent en lieu et place d'un «malaise général». Et ce que les entreprises épargnent de part et d'autre de l'Atlantique continue de s'accumuler en Asie et en Amérique latine. Au vu de la politique économique choisie par les Etats et communautés d'Etats développés, notre prévision est que la modification des équilibres en faveur des

régions émergentes du monde s'opérera bien plus vite que prévu, laissant derrière elle une sorte de «Geriatric Park».

8. Lueur d'espoir insulaire

Voilà qui peut paraître un peu caricatural, excessivement alarmiste, par trop pessimiste. A quoi l'on pourrait tout aussi bien rétorquer que l'idée prêtant une chance de survie aux modèles de société hautement complexes et endettés, dilatés à l'extrême et proches de la paralysie, est tout aussi hasardeuse. A cet égard, il est selon nous curieux que les milieux intellectuels se montrent spécialement réticents à envisager des ruptures structurelles. Ainsi, dans le recueil d'essais consacré aux relations Suisse-Europe publié récemment par le laboratoire d'idées Avenir Suisse, l'éventualité que la crise actuelle puisse conduire à un éclatement de l'Europe n'est évoquée que de manière marginale. Et notre crainte, exprimée précédemment dans ces mêmes colonnes, de voir la crise financière aboutir à une «communauté forcée» ou à un «effondrement» n'y trouve guère plus d'écho. Est-ce de l'honnêteté intellectuelle que de renoncer systématiquement à penser l'«impossible» – et quand nous disons «impossible», peut-être faudrait-il plutôt dire «politiquement incorrect»? En quoi les conseils reposant sur une vision étriquée à ce point peuvent-ils s'avérer pertinents au plan stratégique?

Trop gros et trop complexe pour *ne pas* faire faillite: au sein du monde occidental, le seul gouvernement qui ait compris la problématique et son caractère urgent est le gouvernement britannique. Le programme concocté par le premier ministre Cameron, son sparring-partner Clegg des libéraux-démocrates et le ministre des Finances Osborne, force l'attention. Les objectifs de coupes budgétaires, notamment, s'avèrent extrêmement ambitieux, avec un déficit des finances publiques qui devrait passer de 11% du PIB à 2,1% d'ici 2014. Mais les propositions structurelles nous paraissent plus importantes encore. Cameron entend en effet décentraliser au pas de charge, là où les instances décisionnelles centrales se sont enlisées dans des inefficiences déplorables et d'une rare complexité. Le programme et les idées du nouveau gouvernement britannique vont bien plus loin que ce que préconisait Margareth Thatcher. Ils renversent littéralement l'hypothèse selon laquelle les questions difficiles ne sauraient être résolues que par des instances supérieures.

Reste qu'une hirondelle, fût-elle anglaise, ne fait pas le printemps; et indépendamment de cela, encore faudrait-il qu'elle survive pour connaître le succès, ce qui est certes possible mais loin d'être acquis! Pourtant, quand on songe à l'influence énorme que le thatchérisme a eue en Europe et aux Etats-Unis

(autrement dit au «néolibéralisme» que l'on boude aujourd'hui), on pourrait oser imaginer que le cap sur la discipline et la décentralisation voulu par les Britanniques donne l'envie à d'autres de renier leur propension à la grandeur et à la complexité. Le contraire du «trop gros et trop complexe pour ne pas faire faillite», c'est ce qui est petit, souple, efficace, privé, individuel.

Qu'est-ce que tout cela peut bien signifier pour l'investisseur? Tout d'abord, qu'il ne faut pas s'attendre à une transition rapide vers une politique économique et monétaire sensiblement plus saine dans les grandes nations industrialisées. Le cartel des taux bas va sévir plus longtemps qu'on ne le souhaiterait. Les *taux* restent *bas*, aucune pression inflationniste ne se fait sentir, et si les trois monnaies (dollar, euro et yen) vont fortement fluctuer entre elles, il n'y aura de véritable pression baissière qu'à l'encontre des devises qui ne peuvent ou ne veulent pas prendre part au cartel. Etant donné le «malaise général» nourri à l'égard de cette politique économique et monétaire, la *croissance* dans les pays industrialisés est appelée à rester *modeste*, tandis que la montée en puissance des économies d'Asie et d'Amérique latine s'accroîtra encore.

Quid des actions? Pour qu'elles génèrent enfin à nouveau un rendement digne de ce nom – et nous pensons ici à des performances annuelles comprises entre 20 et 50%, comme on a pu en voir dans les années 1980 –, il faudrait que l'enthousiasme et la confiance reviennent. Un «Yes, we can!», non pas parce qu'il est subventionné par une instance menacée de banqueroute, mais parce que nous voulons le financer nous-mêmes et que, selon toute vraisemblance, les fruits de cette entreprise ne nous seront pas aussitôt confisqués. Fort heureusement, le *monde* est suffisamment *grand* et *varié* pour que de telles conditions soient réunies quelque part. Les entreprises bien gérées savent s'accommoder à la perfection des conditions cadres et se sont depuis longtemps affranchies des servitudes et des contraintes territoriales: telle est l'idée qui sous-tend notre nouvelle stratégie de placement et nos nouveaux produits d'investissement. Moyennant une large diversification, les placements en actions (autrement dit des «projets réels viables») s'avèrent donc à nos yeux toujours plus convaincants que les valeurs nominales garanties sans rendement, émises par des débiteurs publics à bout de souffle.

KH, 23.08.2010