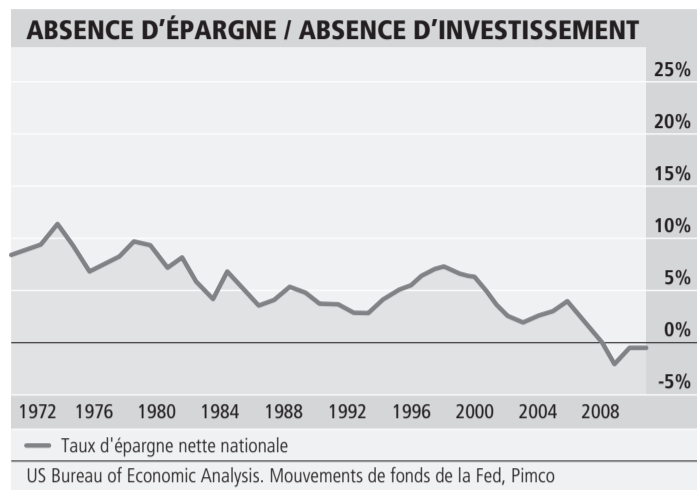


# Consommer au lieu d'investir

ÉTATS-UNIS. Ben Bernanke a réclamé des mesures de relance de l'Etat. Ni les démocrates, ni les républicains n'ont répondu à son appel.

WILLIAM H. GROSS\*

Comme la plupart des investisseurs, je m'interroge pour le moment sur la «répression financière et l'assouplissement quantitatif, mais surtout sur leurs retombées pour l'économie réelle. Bien évidemment, même un génie sorti d'une lampe ne peut apporter une réponse simple à une question aussi complexe. Cela relève plus de la psychothérapie. Je vais tenter d'y répondre par une anecdote. Un jour, il y a environ quatre ans, alors que je consultais le relevé de notre compte d'épargne familial, j'ai éprouvé toutes les difficultés à en découvrir le rendement. Les taux étaient en chute libre (je suis bien placé pour le savoir) et je me demandais quelle pénalité nous devions acquitter pour avoir commis le péché de l'épargne. L'information tant recherchée était enfouie dans un paragraphe des plus discrets: 0,01%! Je tombais de nues. Comment?! Il devait y avoir erreur. La virgule avait probablement été mal placée. N'était-ce pas plutôt 1%, ou même 0,1%? 0,01%... autant dire zéro! Après un rapide calcul mental (vestige des heures passées à compter les cartes au blackjack dans ma jeunesse), j'en ai déduit que notre solde de 10.000 dollars nous rapporterait exactement 1 dollar. Des souvenirs de mon enfance me sont revenus en mémoire. A l'époque, j'avais un livret dans la banque du coin. Les taux de rémunération de l'épargne étaient d'environ 4%. Je me demandais combien il me fallait d'argent alors pour obtenir 1 dollar d'intérêt. Réponse: 25 dollars! Aujourd'hui, il en faut 10.000... Apparemment, 1958 était favorable aux fourmis et 2012 aux cigales. Avec un tel taux d'intérêt, j'aurais pu n'épargner que 25 dollars, dépenser les 9975 dollars restants et recevoir, malgré tout, 1 dollar d'intérêts. Voici, mon cher Génie, la démonstration de ce qu'on appelle la répression financière. En rapprochant les taux d'intérêt de zéro par le biais de la politique monétaire des fonds fédéraux et de l'assouplissement quantitatif, Ben Bernanke et ses homologues des banques centrales veulent nous forcer à dépenser. Certes, la Fed s'appuie théoriquement sur un raisonnement différent, mais le résultat est bien celui que je viens de décrire. L'argument de Bernanke est que la baisse des rendements devrait logiquement inciter les investisseurs à vendre leurs obligations à la Fed (QE 1, 2 et 3) et à investir dans des titres plus risqués et plus rémunérateurs (obligations à haut rendement, actions et biens immobiliers). Comme tout investisseur sensé, je placerais alors mes 10.000 dollars dans des titres au meilleur ratio rendement/risque, stimulant ainsi l'investissement et la création d'emplois. Les 9975 dollars de mon exemple précédent seraient toujours dépensés selon l'hypothèse du président de la Fed, mais pour être consacrés à l'investissement et à l'embauche, débouchant ainsi sur un cercle vertueux plus proche de l'ancienne norme que de la nouvelle. La différence entre ces deux modèles est cruciale. L'argent rendu disponible grâce à des



taux d'intérêt nuls et à l'assouplissement quantitatif est-il dépensé ou investi? S'il est dépensé, il finira par s'épuiser. Simple bouffée de manière productive, il est possible que nous revenions à l'Ancienne Norme, que le chômage reflue à moins de 6% et que la classe moyenne renoue avec la prospérité. Etudions les chiffres, ou plutôt, passons en revue les dernières années. L'assouplissement quantitatif et la répression financière des trois dernières années ont-ils relancé l'investissement plutôt que la consommation? Le modèle de Bernanke fonctionne-t-il ou mes 9975 dollars ont-ils été dilapidés? On serait d'abord tenté de voter pour le premier modèle. Après tout, les cours des actions ont doublé depuis un peu plus de trois ans, les spreads de risque sont à des niveaux historiquement bas et les prix de l'immobilier résidentiel re-

lèvent la tête (+10% rien que dans le sud de la Californie). Pourtant, l'économie réelle semble toujours en mode Nouvelle Norme. Si le modèle de M. Bernanke fonctionnerait comme prévu, nous devrions déjà observer une reprise de l'investissement (en pourcentage du PIB) et davantage de fourmis que de cigales. Ce n'est pas le cas. Notre niveau de consommation est toujours celui de l'Ancienne Norme. Examinons un graphique présenté périodiquement devant notre comité d'investissement par Saamil Parikh, nouvelle étoile montante de PIMCO, qui remplacera peut-être un jour l'extraordinaire Paul McCulley, parti récemment en retraite. Son titre, Taux d'épargne nette nationale illustre parfaitement mon propos. Il s'agit du solde de l'épargne de l'Etat, des ménages et des entreprises après dépréciation de nos investissements. Imaginez un bâtiment qui tombe progressivement en ruine et se dévalorise sur une durée de 30 ans. A la fin de cette période, vous devrez avoir économisé suffisamment chaque année pour en

construire un neuf. Impossible sans épargne nette nationale. Le graphique nous donne raison. Au cours des trois dernières années, notre taux d'épargne nette nationale a été négatif et a chuté à des niveaux inédits depuis la Grande dépression. Hormis un bref moment où nous avons frôlé 0% au cours de la dernière année, rien ne tend à démontrer que l'assouplissement quantitatif encourage l'investissement. Toute la monnaie créée et injectée dans le système fait grimper le prix des actifs, mais cela n'incite guère les entreprises à investir pour augmenter prochainement la production. Il est vrai que cette tendance ne date pas d'hier, mais la répression financière et l'assouplissement quantitatif, qui devaient produire un miracle pour l'économie réelle, se sont avérés décevants. Nous avons profité de la faiblesse des taux d'intérêt et des liquidités disponibles pour consommer au lieu d'investir. Rendons à César ce qui est à César. Bernanke a travaillé avec un handicap. Il a réclamé des mesures de relance de l'Etat, mais ni les démocrates, ni les républicains n'ont répondu à son appel. Maintenant que la politique monétaire a montré ses limites, pouvons-nous compter sur un plan constructif qui fasse remonter notre taux d'épargne nette nationale? J'en doute. Je me demande même si nos gouvernants ou leurs conseillers économiques en connaissent la signification. Alors, comment pourraient-ils en inverser la tendance? Les investisseurs doivent comprendre que le cours des actifs et des devises dépend de la capacité de l'économie réelle à croître. Si la politique monétaire ne parvient pas à relancer

l'économie et que la politique budgétaire est aux mains d'une ploutocratie plus intéressée par les profits immédiats que par la viabilité à long terme, aucun génie, même muni d'une lampe magique, ne pourra nous aider. Par conséquent, si la croissance de l'économie réelle est en berne aux Etats-Unis et dans le reste du monde, les stratégies de portefeuille doivent prendre en compte les faibles rendements futurs et le risque croissant de perturbations que feront peser des politiques monétaire et budgétaire erronées sur les marchés financiers. Le choc budgétaire imminent (appelé Fiscal Cliff) inaugurera une série d'événements perturbateurs. Certes, nous nous attendons à un compromis de Washington, mais, compte tenu également de la perte progressive d'efficacité des politiques monétaires accommodantes, on peut s'attendre à une croissance réelle maximum de 2% aux Etats-Unis, bien loin des chiffres de l'Ancienne Norme. Nous sommes dans le monde de la Nouvelle Norme: les répercussions négatives du désendettement du secteur privé ne provoquent qu'une réaction timide des autorités monétaires et budgétaires. Les bons du Trésor américain devraient continuer à afficher de faibles rendements et me condamner pour l'heure au taux de 0,01% sur mon compte d'épargne. Le culte des actions ou, plutôt, le culte du rendement absolu sur les obligations et les actions (dans le sens d'un retour aux taux à deux chiffres d'autrefois) est mort. L'époque de la répression financière n'est toujours pas révolue.

\* Pimco

## Chypre dégradé en catégorie spéculative

L'agence de notation financière Fitch a enfoncé hier un peu plus la République de Chypre en catégorie spéculative, en abaissant sa note de deux crans, de BB+ à BB-, en raison des besoins élevés de recapitalisation des banques et de la lenteur des négociations avec la troïka de ses créanciers. L'agence, qui a maintenu le pays de la zone euro sous perspective négative, a abaissé sa note, en raison de «perspectives macroéconomiques matériellement plus faibles», des résultats budgétaires inférieurs aux prévisions et des craintes «sur les coûts de la recapitalisation des banques». Fitch, qui avait fait passer Chypre en catégorie spéculative fin juin, a pointé du doigt la lenteur des négociations du programme d'aide financière européenne, alors que des représentants de la troïka (Union européenne, Fonds monétaire international et Banque centrale européenne) se trouvent à Nicosie. «Ces négociations ont duré plus longtemps que prévu», a souligné l'agence, deux jours après une réunion entre la troïka et les autorités chypriotes afin de trouver un compromis sur les engagements de l'île méditerranéenne en contrepartie d'une aide financière européenne. Comme lors de la rétrogradation précédente de Chypre, Fitch s'est inquiétée des besoins de recapitalisations des banques du pays. Selon elle, les trois principaux établissements bancaires (Bank of Cyprus, Cyprus Popular Bank (CPB) et Hellenic Bank) auraient besoin d'une recapitalisation de «4 milliards d'euros, soit 22% du PIB, qui s'ajouteraient au 1,8 milliard déjà injecté cette année dans la CPB».



Indices BBGI-EthicalQuote ACTIONS SUISSES Octobre 2012



# Le marché salue les efforts des sociétés

Les marchés actions ont à nouveau progressé en octobre et ainsi amélioré encore de quelques points leur performance depuis le début de l'année. Les risques conjoncturels seront toutefois toujours présents dans notre pays jusqu'à la fin de l'année, à en croire la stagnation du baromètre conjoncturel du KOF à 1.67 le mois dernier. Les actions pourraient ainsi se stabiliser légèrement en novembre, avant de bénéficier à nouveau de fondamentaux domestiques - mais surtout internationaux - plus favorables. Les indices BBGI-EthicalQuote 20 et 40 continuent en octobre à surperformer les indices traditionnels, qui s'affichent en hausse de +1.53% (SMI) et +1.29% (SPI). Ils avancent en effet de +2.80% et +1.66% (TR) sur la même période, tandis que l'indice BBGI-EthicalQuote composé de 60 titres, qui fut le plus performant en septembre, arrive juste après avec +1.18%. Ainsi, et en dépit des deux ralentissements majeurs enregistrés sur les marchés actions en 2003 et 2008, les résultats depuis 1999 se montent à +75.34% pour l'indice 20, +118.77% pour l'indice 40 et +115.48% pour l'indice 60, contre respectivement -12.81% pour le SMI et +21.19% pour l'indice SPI.

ALAIN FREYMOND\*  
ANTOINE MACH\*\*

La pression sur la réputation éthique des entreprises suisses a été relativement forte en octobre: elles affichaient en effet un ratio de 41% d'informations positives (59% de négatives), alors que le benchmark global (composé de 600 sociétés) atteignait 58%. La Suisse a été la principale source de critiques visant les firmes helvétiques (seulement 32% de nouvelles favorables), avec l'Allemagne (8%) et la France (37%). Les nouvelles venant des USA étaient globalement positives (79%), tout comme celles d'Espagne (69%) et de Grande Bretagne (60%). C'est à nouveau le secteur bancaire qui

a été dans la ligne de mire des observateurs attentifs à la durabilité, cette fois-ci en raison des plans de licenciements collectifs annoncés par UBS et Crédit Suisse.

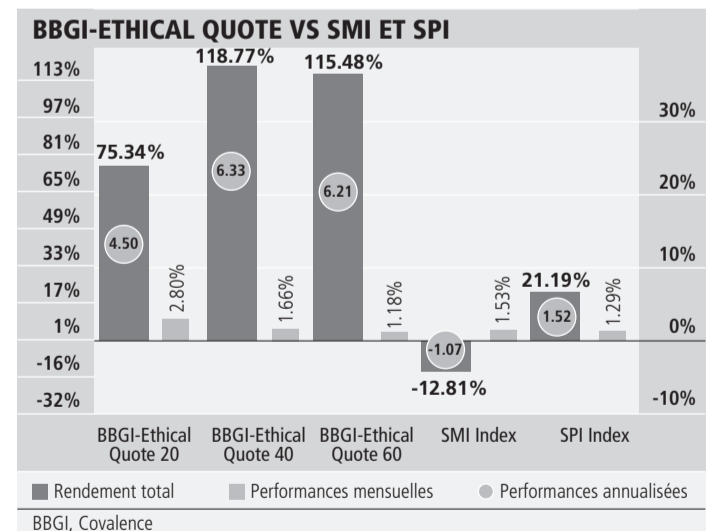
### Impact de la production

Ce groupe obtient le moins bon résultat (76% d'informations négatives). Celui-ci est largement dû aux commentaires relatifs aux plans de licenciements annoncés par UBS et Crédit Suisse, ainsi que, à une échelle moins importante, par ABB en Espagne, Lonza à Viège, et Sika à Guin. Du côté positif, plusieurs initiatives relevant de l'impact environnemental de la production ont été saluées: Clariant remportait un prix aux ICIS Innovation Award;

Holcim était récompensé par l'Agence américaine de protection de l'environnement pour l'efficacité énergétique de ses bâtiments, alors que Nestlé se félicitait d'avoir réduit sa consommation d'eau dans sa division pizza nord-américaine. En matière fiscale, le Business & Human Rights Resource Centre a publié les noms des entreprises ayant répondu, ou n'ayant pas souhaité répondre, aux questions du Tax Justice Network relatives à l'évasion fiscale pratiquée depuis les pays en développement.

### Impact produit et Impact institutionnel

C'est sur ces deux groupes de critères que les entreprises suisses ont



obtenu le meilleur score de réputation éthique. Ainsi sur l'impact produit, ABB mettait en avant son offre Green Corporate Real Estate Management en Allemagne, alors que Roche obtenait un bon rating de durabilité de la Banque Sarasin, en particulier pour la qualité des produits et l'accès aux médicaments; enfin Forbo soulignait les qualités écologiques de son nouveau revêtement de sol à base de bio-plastifiant. En sponsoring social, des points ont été marqués

notamment par Crédit Suisse (des employés aident bénévolement la Banque alimentaire), Adecco (participation d'employés à des courses sportives au bénéfice d'œuvres d'entraide), Novartis (appui aux campagnes de promotion du don d'organes en Espagne), et Zurich Financial Services (soutien à différentes organisations sociales aux USA).

\*BBGI  
\*\*Covalence