

PATRIMONIA

19^{ème} Convention annuelle des professionnels du patrimoine

Sommaire

Quelle croissance mondiale pour demain ? Quelle sera la place de l'Europe et celle de la France ?

Quelle croissance mondiale pour demain ? Quelle sera la place de l'Europe et celle de la France ?

Animateur :

Hubert TASSIN, Rédacteur en Chef, Les Décideurs de la Gestion

Participants :

- *Guillaume DARD, Président de la Commission de la Gestion Privée, AFG, Vice-Président de l'OBCF (Office de Coordination Bancaire et Financière), Président de Montpensier Finance*
- *Hervé JUVIN, Président d'Eurogroup Institute, Économiste, Essayiste*
- *Pierre SABATIER, Stratégiste et Président du Cabinet indépendant de recherche macroéconomique et financière PrimeWiew*

Hubert TASSIN

Quelle croissance mondiale pour demain ? Quelle sera la place de l'Europe et celle de la France ? Telles seront les questions qui seront abordées aujourd'hui et qui se posent à toute personne s'intéressant au placement. Nous tenterons d'apporter des éléments de réponse, afin de trouver de nouvelles voies après 5 années d'une crise qui revêt différentes formes (immobilière, commerciale, bancaire, des dettes souveraines des pays riches, etc.). Nous avons actuellement tous le sentiment d'être au bord de la récession, l'Europe, principale zone de richesse mondiale, semblant en perte de vitesse. Dès lors, dans un Monde en pleine mutation, est-il possible de retrouver des équilibres ?

Cette conférence se déroulera selon un plan en 4 points.

- Un tour du Monde des tendances économiques ;
- Un focus sur la France ainsi que sur l'Europe ;
- Les solutions apportées à la crise, le sentiment qui domine étant que nous avons soigné la dette par encore plus dette ;
- Les données d'une allocation d'actifs à la fois tactique, à court terme, voire stratégique, à plus long terme.

Guillaume Dard, quelles sont les tendances mondiales qui attirent votre attention, d'un point de vue économique ?

Guillaume DARD

Elles sont nombreuses. Nous avons tout d'abord un véritable sujet américain à court terme, les élections présidentielles ayant lieu le 6 novembre. Monsieur Obama va-t-il gagner ? Si nous nous basons sur les sondages, il semblerait que la réponse soit positive. Il devra toutefois composer avec un Parlement partagé, les Républicains conservant la Chambre des Représentants.

Du point de vue des perspectives de croissance, le *Fiscal Cliff* en fin d'année pourrait remettre en cause d'un certain nombre de baisses d'impôts ou de cotisations sociales. Ceci entraînerait une perte 4,5 points de croissance. L'évolution politique américaine devra donc être surveillée de très près. Les Républicains ont ainsi été relativement agacés par

les annonces de Monsieur Bernanke et estiment que la FED ne prend pas les bonnes décisions.

Par ailleurs, les Etats-Unis représentent un pays où de nombreuses inventions formidables ont été imaginées. Nous manquons ainsi en Europe d'entreprises telles qu'Apple, Google ou Amazon. La croissance ne viendra pas d'Europe, nous avons donc besoin de locomotives.

Ceci nous amène au point d'interrogation que représentent les pays émergents. Des rumeurs indiqueraient que la date du congrès du Parti Communiste chinois serait fixée. Il s'agit d'un événement clé, le marché à Shanghai étant au plus bas. Cette transition politique est extrêmement importante car la Chine, qui représentait un des moteurs de la croissance mondiale, est en train de montrer des signes d'essoufflement. La situation est d'autant plus préoccupante que le manque de réformes au Brésil et en Inde entraîne également une baisse de leur croissance.

Hubert TASSIN

Pierre Sabatier, quelle sont les tendances actuelles de l'économie mondiale qui attirent votre attention ?

Pierre SABATIER

Qu'il s'agisse des Etats-Unis ou des pays émergents, les principaux points sont connus. A cet égard, il convient de rappeler que lorsque l'on évoque les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), il est finalement surtout question de la Chine. Elle pèse ainsi entre 55 % et 60 % du PIB des BRICS et plus des deux tiers de leurs exportations. Dans la mesure où elle représente la principale locomotive de la croissance mondiale depuis une dizaine d'année (10 % par an pendant trente ans, ce qui constitue un record), la question est donc de savoir si ce pays est en mesure de poursuivre cette trajectoire sans connaître de rupture. Pour notre part, nous ne défendons pas cette thèse.

Jusqu'à présent, le modèle de développement de la Chine reposait essentiellement sur sa compétitivité prix : elle vend à bon marché des produits peu différenciés. Aujourd'hui, ce pays est confronté à l'inflation et va donc rencontrer des difficultés pour maintenir ses salaires à des niveaux aussi bas. Nous pensons donc que la Chine arrive en fin de cycle. Depuis 2008, l'économie chinoise ne repose plus autant sur les exportations et davantage sur les investissements qui représentent 50 points de PIB (contre de l'ordre de 10 points aux Etats-Unis). Cette situation signifie que, si elle souhaite continuer à croître, la Chine doit réaliser chaque année 50 % de PIB d'investissements. La trajectoire à 2 ans de ce pays est ainsi extrêmement fragile. Nous devons donc construire des scénarios prenant acte de ce probable ralentissement structurel de la locomotive de l'économie mondiale.

Hubert TASSIN

Hervé Juvin, comment appréhendez-vous le contexte politique américain actuel, compte tenu de l'évolution économique en Chine ?

Hervé JUVIN

Il me semble que la grande illusion est de penser que tout est économique. Je constate, aux États-Unis, une très forte tendance à l'isolationnisme, se traduisant par ce rêve américain d'une indépendance énergétique totale d'ici à 2018. Il s'agit d'une des promesses de campagne de Monsieur Romney. Il s'agit-là assez peu d'économie et beaucoup de politique.

L'autre question est de nature sociale et politique. Le secret de nos démocraties réside dans l'intérêt qu'avait la majorité de nos concitoyens au maintien du système. Je ne sais pas si, en Europe comme aux Etats-Unis, si c'est toujours le cas. Quand vous analysez l'actualité politique, vous constatez que les deux mouvements qui ont marqués la dernière décennie – le *Tea Party* et *Occupy Wall Street* – sont des mouvements protestataires, anti-

establishment et antisystème. Et lorsque vous traversez le territoire américain, vous constatez tout un processus de sous-développement à l'œuvre. A cet égard, 1 % de la population de ce pays a vu ses revenus croître de 250 % en 12 ans, alors que 50 % a connu une augmentation de 20 % sur la même période, simplement en raison des bas coûts salariaux en Chine et en Asie du Sud-Est. Ainsi, la population des villes de caravanes, composée d'Américains expulsés de leur logement, rend-elle possible une situation politiquement stable ? Je me permets d'en douter.

Nous ne devons pas nous tromper. La plus grande erreur est de penser que la globalisation continuera comme à ses débuts, que le scénario du Monde reste écrit par l'Occident et qu'il nous appartient toujours. Le Monde ne nous appartient pas et est sorti de la voie que nous lui avons tracée. Nous allons donc vivre un retour du politique et de la géopolitique au sujet des allocations d'actifs. Ainsi, que vaut la détention de 100 000 hectares de terres vouées aux biocarburants en Argentine, quand nous savons que ce pays mène une politique de nationalisation et d'expropriation ? Que valent les engagements contractuels de la Chine, quand vous savez que 90 % de l'économie chinoise est directement ou indirectement contrôlée par le Parti et, de plus en plus, par l'Armée populaire de libération elle-même ? Cette dernière représente le plus important propriétaire immobilier du pays et probablement le premier détenteur d'actifs financiers.

Il ne faut donc pas s'imaginer que le Monde est réductible aux seuls indicateurs économiques. Il s'agit d'une vaste plaisanterie. Peut-être sommes-nous entrés dans une ère où la globalisation change de cours. Je constate partout la montée des nationalismes et l'émergence de nouveaux Etats. Un Etat kurde devrait bientôt apparaître et vraisemblablement un Etat touareg, les frontières africaines issues de la décolonisation pouvant exploser les unes après les autres. Nous sommes également confrontés au fait religieux et au fait ethnique que l'Europe refuse de voir.

Les droits de propriété et les droits financiers sur des actifs réels ne valent que ce que vaut la stabilité juridique et politique des pays concernés.

Guillaume DARD

Il convient effectivement de se placer dans une telle perspective globale. A cet égard, l'entrée de la Chine dans l'OMC, en 2001, représente un tournant. Avant cette date, ce pays ne représentait que 14 % des exportations de textile dans le Monde. 6 mois après, nous étions passés à 60 %. Les conséquences ont donc été à la fois politiques et économiques, notamment au Maghreb où l'effort d'industrialisation du textile a été mis à mal. Aux débuts de l'Histoire connue, l'Asie représentait 80 % de la puissance économique mondiale. Ce chiffre a atteint son niveau le plus bas à la sortie de la seconde Guerre mondiale, avec un taux de 15 %. Nous sommes actuellement à 50 % et, sauf événement géopolitique majeur, l'Asie reviendra à 80 % d'ici les 10 prochaines années. La Chine constitue le premier moteur de cette dynamique de croissance. Or, il convient de garder à l'esprit que ce pays ne se bâtira qu'une seule fois. Il est donc nécessaire de trouver de nouveaux relais. Les grandes questions économiques demeurent, auxquelles vient s'ajouter une peur des populations face à la globalisation. Ce dernier point constituera un sujet important aux Etats-Unis, mais probablement aussi en Europe.

Hubert TASSIN

Nous savons que, dès lors qu'il y a investissement, la surcapacité risque de survenir à un moment ou à un autre. Sommes-nous actuellement dans cette situation en Chine ? Quelles en sont les conséquences pratiques au niveau mondial ?

Guillaume DARD

Dans le cadre de cette réflexion globale, nous devons nous demander, en tant qu'investisseurs, quelle sera la place des entreprises ? Ces dernières seront-elles en mesure de s'adapter aux changements du Monde ? Nous sommes donc dans deux postures, celle du citoyen et celle de l'investisseur.

Pierre SABATIER

Malheureusement, les entreprises seront, comme les ménages, toujours assujetties au pouvoir politique. Durant les trente dernières années, nous avons voulu croire, en tant qu'investisseurs, que politique et économie étaient strictement séparés, or nous rentrons dans une décennie proprement politique où nous ne pourrions plus uniquement nous focaliser sur les indicateurs économiques. Dès lors que les entreprises sont entre les mains des politiques, il est extrêmement difficile de construire des scénarios d'allocations d'actifs, les problématiques rencontrées devenant significativement plus passionnelles.

Concernant la Chine, je vous remercie d'avoir évoqué la date de son entrée dans l'OMC. En 2001, le Monde change, mais pas en raison de facteurs économiques. Nous, Européens, avons péché par naïveté. Nous l'avons laissée jouer dans le jeu du commerce mondial sans qu'elle en respecte les règles. Ce pays a ainsi mis en place une politique de dumping à tous les niveaux (monétaire, fiscal, environnemental, etc.).

La désindustrialisation représente un sujet récurrent et a même donné lieu à la création d'un Ministère en France. Dans notre pays, l'emploi manufacturier est ainsi passé de 16 % à 12 % de l'emploi total. Mais cette tendance concerne tout autant l'Allemagne, dont le taux d'emplois manufacturiers a baissé de 23 % à 19 %, que l'Italie (24 % à 20 %), les Etats-Unis (14 % à 9 %) ou l'Espagne (18 % à 14 %). Nous sommes donc dans un jeu du commerce mondial où un certain nombre d'acteurs joue selon des règles différentes.

A ce sujet, je marquerai un léger désaccord concernant les Etats-Unis. Que fait ce pays actuellement ? Il ne joue pas pour faire advenir un Monde meilleur, mais uniquement pour garantir sa propre situation dans le futur. Les Etats-Unis mettent donc en place des stratégies non-coopératives, celles-ci étant en train de se multiplier à travers le Globe. L'objectif de chacun des acteurs est avant tout de protéger son marché. A cet égard, les Européens ne réagissent jamais, le risque étant finalement de disparaître. Les Européens sont des passionnés de politique, alors que les anglo-saxons sont des passionnés d'économie et de finance. D'un strict point de vue pragmatique, cela joue en notre défaveur. Pour assurer notre survie, il est donc urgent de remettre à plat les règles du jeu du commerce mondial, afin de retrouver notre place. Dans le cas contraire, nous devons accepter de n'être plus que des économies de services.

Hervé JUVIN

Je viens d'entendre un terme qui m'est cher : la « naïveté » européenne. Pour ma part, j'irai jusqu'à parler d'apesanteur. L'Europe a choisi de se mettre en apesanteur des événements du Monde. Or il me semble que la responsabilité première d'une personne qui s'interroge concernant une allocation d'actifs est de ne pas être naïve. Je vous invite à cet égard à vous référer à un ouvrage qui a connu un grand succès éditorial en Chine, où de jeunes officiers supérieurs estiment qu'aujourd'hui, il est possible d'obtenir *via* les monnaies, les prix, les normes et les réglementations tous les avantages stratégiques qui, autrefois, étaient obtenus par la guerre. Nous les Européens – ainsi que nombre de gérants d'actifs – faisons donc preuve d'une naïveté coupable. Les vraies guerres ont aujourd'hui lieu sur le champ monétaire, sur ceux des échanges internationaux et ceux des marchés. Le niveau de vie, la valeur des emplois, des actifs et du patrimoine sont en jeu dans cette guerre qui ne dit pas son nom. Je déplore à cet égard la candeur avec laquelle l'Europe a adhéré à l'idéologie du libre-échange et des libres reflux de capitaux. Il me semble urgent d'en sortir. Dans un rapport récent commandé par le Commissariat interministériel au développement durable, j'ai proposé de créer pour la France – voire l'Europe – un office de contrôle des investissements en actifs, sur le modèle américain. Aux Etats-Unis, les capitaux étrangers ne peuvent pas acheter d'actifs réels, sans qu'une commission se prononce sur leur intérêt stratégique, et ce de manière complètement discrétionnaire. Celle-ci est ainsi en mesure de bloquer certaines transactions si elle le souhaite. Il est urgent que nous nous dotions de ce type d'instance en Europe, car nous sommes certainement la zone la plus ouverte du Monde, ce qui nous contraint à subir les actions des autres acteurs.

Guillaume DARD

Les Chinois sont néanmoins véritablement passés dans la société de consommation. A cet égard, certaines entreprises européennes de luxe sont capables de générer des marges extrêmement importantes. Ce ne sera peut-être pas suffisant, mais il convient de le relever. Bon nombre d'acteurs européens parviennent à tirer profit de ces marchés.

Hubert TASSIN

L'économie mondiale est-elle au bord de la récession ?

Pierre SABATIER

Pour ma part, j'arrêteraient tout d'abord de parler de crise et évoquerais davantage une métamorphose. La notion de crise implique que nous pourrions revenir à l'état initial, ce que je ne pense pas. L'ensemble des pays dans le Monde est en train de changer. Nous avons vécu, pendant 10 ans, une parenthèse qui est en train de se refermer. Les risques sont aujourd'hui bien plus présents que nous ne voulons l'admettre.

Je souhaite revenir sur les cas des Etats-Unis, qui restent la première puissance économique mondiale. Ce pays représente 5 % de la population de la planète et 15 % de la consommation. Les proportions sont exactement inverses en ce qui concerne la Chine. (20% pour la consommation et 4% pour la population) Donc les Américains constituent encore les acheteurs en dernier ressort et sont les garants de vos chiffres d'affaires. Je suis ainsi un peu moins optimiste que nombre d'observateurs sur la situation des Etats-Unis. Les tensions en Europe continuent, pour le moment, de focaliser toute l'attention des investisseurs. Pourtant sa situation s'améliore peu à peu. En revanche, nous allons bientôt réaliser que l'économie américaine – qui affiche 2 % de croissance annuelle – vit sous perfusion. D'une certaine manière, la situation des Etats-Unis est comparable à celle de l'Espagne. Leur dette publique atteint les 100 points de PIB, sa croissance s'accompagnant de déficits publics annuels compris entre 8 % et 10 %. Celui de l'Europe se situe, en moyenne, autour de 4 % du PIB, tout en continuant à insister sur la nécessité de réduire les déficits. Or si nous sommes les seuls à le faire, nous prenons le risque de mourir guéris.

Les Etats-Unis vont donc devoir, dès la fin de l'année, se poser la question de la soutenabilité de leurs finances publiques, au même titre que les Européens. Il est fort probable que la réponse qu'ils apporteront sera de ne rien changer, afin de soutenir les agents privés (entreprises et ménages). Aucune cure d'austérité n'est donc à prévoir dans ce pays, à court terme. Néanmoins, en continuant à afficher des fondamentaux économiques aussi dégradés, la croissance des Etats-Unis risque d'être porteuse d'un certain nombre de déceptions.

Hubert TASSIN

Nous avons évoqué un retour du politique en Europe. Dès lors, comment se situe cette dernière par rapport au reste du Monde ?

Hervé JUVIN

En faisant référence aux personnages des dessins-animés de Tex Avery, Raymond Barre disait de l'économie que, tant que la musique joue, ses acteurs continuent à courir, bien qu'ils ne disposent plus d'aucun appui. En revanche, dès que celle-ci s'arrête, ils tombent dans le vide. La question est donc de savoir quand, aux Etats-Unis et en Europe, la musique que représentent les politiques d'émission de fausses monnaies s'arrêtera. Je ne suis pas en mesure de répondre, mais il s'agit d'un vrai sujet. Celui-ci préoccupe d'ailleurs nos partenaires chinois – ainsi que d'autres puissances économiques mondiales – au plus haut point.

Mais il s'agit-là d'un point de vue interne. Car je constate que, dans le reste du Monde, nombres de marques européennes jouissent d'un prestige inouï (le luxe français, la

technique allemande, etc.). En Chine, les élus locaux qui m'accompagnaient m'ont ainsi fait remarquer, avec la plus grande fierté, que nous empruntons le meilleur téléphérique du Monde, celui-ci étant de marque allemande. Mon point de vue est donc contrasté, car il apparaît que de nombreux géants européens sont situés au tout premier rang, leur marque étant extrêmement respectées. Leurs activités sont diversifiées et elles sont parfaitement capables de gérer, pays par pays, les risques que j'ai évoqués précédemment.

Je m'interroge donc à l'avenir concernant cette déconnexion croissante entre une aile marchande – et même conquérante – de l'Europe des grandes entreprises, de celles des pionniers qui parviennent à réussir partout dans le Monde, et une majorité de la population de plus en plus à l'écart de la marche de l'économie et de tout sujet relatif aux notions de compétitivité ou de productivité. J'ai donc cette vision quelque peu affolante d'une minorité d'Européens partant à la conquête du Monde, pendant qu'une grande partie de la population – et je le dis sans jugement de valeurs car elle est également conduite par des mécanismes à l'œuvre depuis longtemps – est en train de s'enfoncer dans une forme d'assistance. Notre classe moyenne, sur laquelle était assise la situation européenne, est en train de disparaître.

Le tour financier de notre crise est donc en train de se dérouler – peut-être même est-il passé dans une grande mesure – mais le tour politique et social est bel et bien à venir.

Guillaume DARD

Les entreprises européennes disposent globalement de *business models* en mesure de s'adapter aux changements du Monde. Par ailleurs, concernant la politique de création monétaire, étant donné que tous les pays se trouvent actuellement dans une situation délicate, nombre d'entre eux y ont donc déjà recours ou vont devoir s'y résoudre, y compris la Chine. Pour savoir si les monnaies sont amenées à perdre l'intégralité de leur valeur, nous devons donc surveiller le prix de l'or, qui représente un indicateur beaucoup plus fiable. Dès lors que toutes les monnaies doivent faire face à des incertitudes, il me semble que nous disposons encore d'un peu de temps sur la politique monétaire.

Hubert TASSIN

Comment appréhendez-vous la situation de l'Europe et de la France ?

Pierre SABATIER

Tout d'abord, nous devons comprendre que l'Europe est une zone extrêmement forte et puissante, mais qu'elle n'en a pas conscience. Nous devons ensuite nous demander si elle existe autrement qu'à travers sa monnaie. Existe-t-il une stratégie européenne ? Si c'est le cas, il convient dès lors de rappeler que ses fondamentaux économiques sont parmi les meilleurs au Monde.

Sur la politique de création monétaire, elle ne s'arrêtera pas car nous ne sommes pas dans un environnement coopératif et que personne ne prendra le risque de s'arrêter. Elle ne s'interrompra qu'en cas d'accident, car la création monétaire représente une question de survie. Si tout le monde met en place des stratégies non-coopératives – ce qui est actuellement le cas – la valeur des monnaies se maintiendra dans une forme de *statut quo*.

J'ai longtemps avancé que la situation de la France ne présentait pas de risque majeur, essentiellement car le modèle français n'existe pas (contrairement au modèle allemand basé sur les exportations ou le modèle espagnol qui s'appuie sur l'endettement des ménages). Jusqu'à récemment, cette analyse était valable. Mais l'Europe est en train de céder sous l'influence de l'Allemagne qui est bonne tacticienne, avec des entrepreneurs de grande qualité, mais très mauvais stratège. Leur volonté consistant à ce que l'ensemble de l'Europe s'aligne sur leur modèle s'apparente à un suicide collectif. Lorsque l'ensemble des acteurs fait baisser le coût du travail en même temps, cela n'a strictement aucune influence sur les parts de marché de chacun et n'a pour conséquence que de réduire ce dernier. Il s'agit donc d'une stratégie perdante à coup sûr.

Lors des 10 dernières années, l'Allemagne était le seul pays à avoir mis en œuvre cette tactique en Europe et a ainsi pu en retirer tous les avantages compétitifs. Aujourd'hui, elle est parvenue à convaincre la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal à baisser leur coût du travail. Cette orientation risque de mener l'Europe à sa perte. En France, nous n'avons pas privilégié ce choix, ce qui est intellectuellement une bonne chose, mais risque de nous isoler du reste du Continent. En conséquence, la France est actuellement véritablement en danger. La situation actuelle me semble pouvoir être assimilée à celle de 1993, lorsque que l'Italie a mis en œuvre des stratégies non-coopératives, en dévaluant sa monnaie, entraînant l'année suivante à une explosion des taux de faillite sur le territoire.

Notre pays est confronté à un état d'urgence, compte tenu de la multiplication de ces stratégies non-coopératives.

Hubert TASSIN

Cette multiplication des égoïsmes peut-elle nous permettre de nous en sortir par le haut ou sommes-nous, au contraire, entrés en situation de récession ?

Guillaume DARD

Il convient de rappeler qu'au moment où la Chine entrait à l'OMC et commençait à s'imposer comme un puissant acteur économique mondial, la France a choisi, avec les 35 heures, d'augmenter significativement ses coûts salariaux. Nous disposons du coût unitaire du travail le plus élevé en Europe, et ce malgré la productivité des salariés du pays. Si tous les pays européens se calquent sur la France, l'Europe ne sera pas en mesure de faire face à la compétition mondiale. Dès lors que les charges représentent le double du salaire net versé aux employés, il devient évident que le problème de notre pays se situe au niveau de son coût du travail. Il ne reste plus que 185 entreprises de plus de 5 000 salariés en France et 1 200 de plus de 250. Ce nombre est finalement très réduit. Nos forces sont donc en train de faiblir.

Pierre SABATIER

Je partage votre point de **vue** à ce sujet, mais je pense toutefois qu'il est important de ne pas se tromper de concurrents. A partir de moment où nos concurrents sur le marché mondial sont la Chine et les Etats-Unis, il apparaît finalement que la meilleure décision à prendre pour conquérir des parts de marché est de dévaluer significativement l'euro, c'est-à-dire de l'ordre de 20 % à 30 %.

Hervé JUVIN

Au sujet des allocations d'actifs et de la gestion de patrimoine, je constate, avec inquiétude, que deux mouvements sont en train de se profiler en Europe. Il s'agit tout d'abord d'un consensus sur le Continent allant dans le sens d'une répression financière accrue. Les banques et organismes financiers de manière générale sont perçus comme les principaux responsables de la crise et il semblerait que l'opinion entende bien la lui faire payer. A cet égard, nous n'en sommes très certainement qu'aux débuts de cette tendance. Un vaste mouvement de re-régulation est actuellement à l'œuvre, ce qui risque de contribuer à rendre encore plus difficile l'exercice de vos métiers.

Par ailleurs – et il s'agit du deuxième point – le renforcement de la pression fiscale va nous amener à changer radicalement l'environnement dans lequel nous évoluons. Il ne s'agira plus maintenant d'être capable de dégager les meilleures performances en termes de rendements, mais bien plutôt d'être en mesure que ceux-ci ne soient pas négatifs après impôts. Dès lors, les banques devront faire évoluer les discours qui accompagneront les produits qu'elles proposeront. Tout l'enjeu résidera dans leur capacité à faire comprendre au client que les rendements passés ne sont plus d'actualité.

Pierre SABATIER

Actuellement, nous nous inscrivons effectivement dans un mouvement de re-régulation et d'augmentation de la pression fiscale dans son ensemble. A cet égard, le cas du Japon a été peu évoqué, peut-être parce qu'il s'agit d'un pays qui, d'une certaine manière, appartient au passé et est en perte de vitesse. Il serait pourtant très intéressant pour l'Europe de s'y intéresser car elle est confrontée au même problème, à savoir le vieillissement de sa population. Dès lors qu'une population vieillit, il devient beaucoup plus difficile d'afficher des rendements positifs, car l'épargne de la nation en arrive à diminuer mécaniquement. Cette diminution ne peut donc que contribuer à faire augmenter les risques de moins-values sur les actifs. Je rappelle ainsi qu'au Japon, le marché actions est à 75 % en-deçà de ses niveaux de 1991 (-65 % pour le marché de l'immobilier sur la même période). Malgré les spécificités propres à ce pays, sa situation doit néanmoins être analysée avec la plus grande attention par les acteurs européens.

Hubert TASSIN

Guillaume Dard, vous nous avez expliqué que personne ne vouait du *quantitative easing* 3 et qu'il ne fallait surtout pas y avoir recours. Quel était le sens de votre propos ?

Guillaume DARD

En réalité, j'expliquais simplement que les Républicains étaient furieux que Monsieur Bernanke ait donné l'impression que la croissance américaine allait être sauvée, ce qui pourrait contribuer à la victoire d'Obama aux élections présidentielles. A cet égard, Monsieur Romney a laissé entendre qu'il ne reconduirait pas Monsieur Bernanke s'il devait être élu. Jusqu'à présent, la FED était parvenue à se maintenir en dehors du débat politique. En conséquence, si les Républicains ne remportent pas la présidentielle, le débat fiscal en fin d'année risque d'être particulièrement houleux.

Hubert TASSIN

Les solutions apportées pour faire face à la crise ont généré une inflation des actifs. Ressentez-vous cette dernière aux Etats-Unis ou en Europe ?

Guillaume DARD

L'inflation des actifs est particulièrement ressentie au niveau du prix des œuvres d'art contemporain, de l'immobilier de grand luxe et des actifs réels de manière générale. Toutefois, il convient de rappeler que la dette ne sera très certainement pas remboursée par les Etats qui l'ont contractée. Si nous reprenons l'exemple du Japon, ce dernier s'appuiera sur l'épargne de sa population, jusqu'au moment où il ne sera plus possible de rembourser et que la Banque centrale devra prendre en charge la dette.

Nous vivons actuellement une situation inédite : les taux sont à 0, ce qui ne s'est jamais produit, avec des dettes qui dépassent les 90 % du PIB dans la plupart des grands pays occidentaux (ce qui ne produisait qu'en période de guerre, l'inflation venant ensuite la résorber). Dès lors et d'ici les prochaines années, il est préférable de ne pas investir l'intégralité de son patrimoine dans la dette d'Etats. Toutefois, nous constatons que la Banque centrale – aux Etats-Unis par exemple – rachète cette dette. En conséquence, si vous investissez sur de la dette à très long terme, vous n'avez pratiquement aucune chance d'être remboursé à votre valeur réelle d'entrée. En revanche, si un acteur tel qu'une Banque centrale est disposé à vous la racheter, vous avez tout intérêt à en posséder à court terme. Cette situation rend donc notre métier très difficile. C'est essentiellement pour cette raison que les taux de la dette française continuent à être intéressants, car les investisseurs estiment que la BCE se portera garante en dernier recours.

Hubert TASSIN

Concernant les bulles spéculatives, il s'agit d'un point intéressant car ce sont elles qui permettent d'orienter une épargne.

Pierre SABATIER

Nous assistons en ce moment à la fin d'un monde où tous les placements étaient systématiquement orientés à la hausse (qu'il s'agisse des actions, des obligations, de l'immobilier, de l'or, etc.). La dernière bulle est de nature obligataire. Or si nous appuyons sur l'exemple japonais, nous constatons que celle-ci peut se prolonger sur une période de 10 ou 15 ans. Le discours actuel consiste à avancer que les Etats finiront par faire défaut sur leurs dettes. Je tiens toutefois à rappeler que le taux d'emprunt des agents privés est tributaire de celui des Etats. Si ce dernier n'est pas bon, il se répercutera sur l'ensemble des acteurs économiques. En conséquence, il est fort possible que cette bulle se maintienne encore longtemps, car personne n'a finalement intérêt à ce qu'elle explose. Par ailleurs, vous avez souligné que la population occidentale entrait dans une phase de vieillissement. Or, passés 55 ans, les individus ont tendance à privilégier les placements qui assurent le capital, ce qui reste globalement favorable aux obligations. Quoi qu'il en soit, il apparaît que l'Etat, au final, demeure le véritable gagnant.

Hubert TASSIN

Dans ce contexte, quelles sont actuellement les données d'allocations d'actifs ?

Hervé JUVIN

L'une des principales composantes de la répression financière qui est en train de se mettre en place est que l'ensemble des leviers va être utilisé pour orienter les flux financiers vers la dette publique. Dès lors, cette situation pose la question des moyens dont disposeront les entreprises pour parvenir à financer leurs activités. Nous sommes donc confrontés à une inconnue sur ce point. En raison de toutes ces incertitudes, l'allocation d'actif représente un exercice extrêmement complexe. Il convient à ce titre de bien garder à l'esprit qu'à l'avenir, une majorité des placements sont amenés à avoir un rendement nul, voire négatif après impôts. A cet égard, l'assurance – qui constitue un des placements préférés des Français – se retrouvera en première ligne et risque de particulièrement souffrir dans les prochaines années.

A titre personnel, j'estime que s'il existe actuellement une aile marchande et conquérante en Europe, elle se situe du côté des grandes sociétés par actions cotées et internationalement diversifiées. Nous constatons que de nombreux cours boursiers sont au niveau qu'ils affichaient bien des années auparavant. Compte tenu des immenses progrès en conquête de marchés et en allocations de ressources qu'ont réalisés la plupart de nos grandes entreprises, il me semble que nombre d'entre elles sont à des prix de « soldes » en bourse.

Enfin, nous ne devons pas nous tromper sur un point. La tendance consistant à proposer un rendement plus élevé que la concurrence n'a peut-être plus de sens aujourd'hui. A cet égard, le « hold-up » de la finance sur les produits d'assurances – notamment l'assurance-vie – a conduit à complètement oublier leur sens, qui consistait à permettre à l'individu de pouvoir faire face aux aléas de la vie humaine. L'avenir dans ce domaine réside donc dans les capacités des acteurs à remettre du sens dans les produits qu'ils proposent. J'ouvrirais le même type de réflexion concernant nombre de produits de placements. Je constate avec effarement que beaucoup de Français, dans le cadre de leur épargne retraite, investissent dans des actifs contribuant à la détérioration globale de leur qualité de vie au quotidien. Il est donc fort probable que nous assisterons à la montée en puissance du critère qualitatif pour les allocations d'actifs. Les placements devront donc contribuer à une meilleure qualité de vie d'ensemble. Il conviendra donc de plus en plus de miser sur l'apport de critères extra-financiers, car les perspectives de différenciation sur les rendements nets vont probablement se réduire singulièrement.

Guillaume DARD

Pour le Gouvernement, le Livret A représente un moyen de financer sa politique. La question du sens est donc pertinente. J'espère néanmoins que la déduction sur l'ISF encourageant l'investissement dans les PME sera maintenue, car il s'agit effectivement d'une mesure qui a du sens. Il est fort probable que, compte tenu de son rendement, la hausse du plafond du Livret A rencontre un certain succès. Toutefois, nous suivons tous des patrimoines qui excèdent largement son seuil. Nous entrons donc probablement dans un nouveau monde, celui des taux d'intérêts à zéro. Il s'agit d'une situation extrêmement difficile à gérer car elle peut conduire à commettre des erreurs importantes. Compte tenu des demandes de rendements des clients, il sera donc envisagé de s'orienter vers des obligations de plus en plus longues et donc de plus en plus risquées. Les taux à zéro sont extrêmement compliqués à gérer et la réflexion accompagnant une allocation d'actifs devient donc extrêmement subtile. Il est nécessaire de rester attentif aux signaux envoyés par la BCE et la FED. Je rappelle que si Monsieur Romney est élu, la question du retour à l'étalon or a de fortes chances de se poser. Nous entrons donc effectivement dans un nouveau Monde. Il y aura très certainement des résistances dans un premier temps. Ensuite, selon les théoriciens de la finance comportementale, les investisseurs devraient paradoxalement s'habituer à perdre de l'argent, mais il ne serait bien évidemment pas souhaitable que cette situation perdure.

Hubert TASSIN

Dans ce contexte, vaut-il mieux être tacticien ou stratège ?

Pierre SABATIER

Je pense qu'il faut être capable d'être les deux à la fois. Dans la situation actuelle, il conviendra de faire preuve d'une grande pédagogie, car le risque des placements excède largement les rendements qu'ils sont en mesure de générer. Il est préférable de ne pas avoir une attitude trop agressive dans l'allocation d'actifs, ce qui invite à ne pas se positionner de manière excessive sur le marché en actions. En effet, notre métier consiste davantage à connaître la valeur perçue d'un actif que sa valeur réelle. L'âge de nos clients allant en augmentant, ils sont moins enclins à prendre des risques, or le marché par actions est perçu comme risqué. L'allocation d'actifs doit donc continuer à s'orienter vers les obligations d'Etats. Elles représentent effectivement un risque mais devraient néanmoins se maintenir. Leurs rendements sont peu élevés, toutefois le risque en capital reste finalement minime.

De mon point de vu, le risque fondamental se situe davantage au niveau de la perte de valeur de la monnaie. En conséquence, j'estime qu'il devient de plus en plus judicieux d'investir sur l'or, en tant que monnaie physique susceptible de générer un peu de rendement. Compte tenu de l'incertitude du contexte actuel, il est préférable d'investir sur des actifs sûrs, tels que l'énergie ou les matières premières agricoles. Le portefeuille ainsi constitué ne comporterait donc que peu d'actions (pas plus de 30 % de l'allocation d'actifs). Les clients ne sont plus disposés à prendre des risques.

Guillaume DARD

Au regard de la répression financière qui est en train de se profiler, il ne m'apparaît pas judicieux d'investir l'intégralité de son patrimoine sur le marché obligataire. En conséquence, un portefeuille comportant un tiers d'or, un tiers de produits de taux (monétaires et obligataires) et un tiers d'actions (les entreprises concernées pouvant être cotées ou non) me semble représenter un bon compromis. Les scénarios possibles sont nombreux et difficiles à anticiper, il convient donc de réduire les risques en disposant d'un portefeuille le plus diversifié possible.

Hubert TASSIN

Merci. Je vous propose maintenant de passer aux questions de la salle.

De la salle

Les obligations des PME sont rarement évoquées, contrairement à celles des grandes entreprises, alors même que certaines d'entre elles dégagent, y compris en France, des résultats pouvant dépasser 5 %

Pierre SABATIER

Il s'agit d'un point intéressant. Il existe, à cet égard, un motif d'espoir. En effet, il semblerait que les politiques aient finalement compris qu'il était nécessaire d'orienter l'épargne longue vers des investissements longs, au bénéfice de l'économie réelle. Une diversification vers cette dernière me paraît donc adaptée.

Hervé JUVIN

La question est effectivement de savoir qui va financer l'économie réelle. Depuis quelques mois, de nombreux établissements travaillent sur une relocalisation de la finance en essayant de convaincre leur clients patrimoniaux de consacrer une partie de leurs actifs au financement d'entreprises régionales, voire locales.

Guillaume DARD

Toutefois, compte tenu du risque de défaut des entreprises, le portefeuille d'actifs devra rester le plus diversifié possible.

Un intervenant dans la salle

Un Premier Ministre avait pris l'engagement de créer l'équivalent de l'AMF sur l'ensemble de l'Europe. Cette initiative vous semble-t-elle en mesure de ramener une certaine cohérence et de la stabilité ?

Hervé JUVIN

Il n'existe actuellement aucun ordre européen des marchés. Certains pays tels que le Luxembourg sont ainsi opposés à la création d'un organisme européen de supervision et de coordination bancaire. A cet égard, j'estime que la privatisation des entreprises de marchés fut une erreur car, dans nombre de domaines, les prix de marché ne signifient plus rien.

Guillaume DARD

Je rappelle que Bruxelles produit régulièrement une foule de réglementations. Je pense donc que nos professions risquent de ressentir très fortement cette tendance dans les prochains mois.

De la salle

Vous évoquiez la fin du cycle monétariste. Pour ma part, j'estime qu'il est terminé depuis 2008. Durant les 30 dernières années, j'ai ainsi le sentiment que c'était davantage la non-prise de risques qui étaient la norme, notamment en s'orientant sur les marchés obligataires, du fait de l'inflation limitée. Ce scénario n'est maintenant plus à l'ordre du jour. Je suis donc réservé sur la pertinence d'investissements dans l'immobilier ou les marchés obligataires. Je pense que nous entrons dans un cycle keynésien, ce qui signifie que les actions représentent le seul actif permettant encore une prise de risque.

Pierre SABATIER

Je partage votre point de vue sur l'immobilier. Celui-ci a subi une correction partout dans le Monde, sauf en France. Mais cette situation ne devrait pas perdurer. En revanche, je suis en désaccord avec vous au sujet du marché par actions. Je ne suis pas certain que vos clients soient disposés à assumer le risque qu'il comporte, et ce bien que le prix des

actions soit effectivement peu élevés. Compte tenu des incertitudes actuelles, je ne suis donc pas favorable à ce choix d'allocation d'actifs.

Guillaume DARD

Effectivement, il était plus profitable d'acheter des obligations d'état lorsque leur rendement était de l'ordre de 15 % que maintenant qu'il n'est plus que de 1,5 %, dans le meilleur des cas. Toutefois, et bien que nous sachions qu'elles seront rachetées par les Banques centrales en dernier recours, nous savons pertinemment qu'il ne s'agit pas d'un placement sans risque. Le risque mathématique de l'obligation d'Etat semble minime, mais le risque réel est lui bien présent. Or notre métier consiste à comprendre la réalité de l'économie.

Hubert TASSIN

L'investissement dans les grandes valeurs internationales – dont vous nous avez vanté les mérites – ainsi que dans les PME – qu'il convient d'appuyer – ne représente-t-il la direction qu'il faudrait suivre ?

Guillaume DARD

Il est effectivement envisageable d'investir de manière à la fois globale et locale. Dès lors que les perspectives de taux d'intérêt sont quasi nulles, nous pouvons imaginer que les clients sont prêts à prendre des risques. C'est précisément à ce moment que notre rôle prend tout son sens.

Hervé JUVIN

Votre question pose celle du modèle économique. Il sera de plus en plus difficile de se rémunérer avec des placements à 0,5 %. Il deviendra donc indispensable de nouer une relation individualisée avec le client, d'être capable de cerner ses besoins spécifiques en allocations d'actifs. Il ne sera plus possible de proposer du « prêt à porter ».

De la salle

Quelle est votre position concernant la classe d'actif des SCPI que vous n'avez pas évoquée ?

Guillaume DARD

Dès lors qu'elles présenteront un rendement, elles deviendront de fait attractives. Ensuite, se posera la question de leur liquidité si l'on souhaite en sortir.

De la salle

Les hommes politiques ont fort mal réagi face à la crise, alors que certains économistes l'avaient anticipée. Sont-ils donc si mal entourés ?

Hubert TASSIN

Le peuple manque peut-être de culture économique

Pierre SABATIER

Je pense que les hommes politiques sont d'excellents tacticiens, mais de très mauvais stratèges. Or nous avons actuellement un besoin urgent de stratèges, capables de proposer une vision à long terme. Le Monde est en pleine métamorphose, nous devons donc repenser les modes de développement. Après, les politiques disposent-ils des solutions pour y parvenir ? Je ne suis pas en mesure de répondre.

De la salle

Les grandes entreprises ont globalement anticipé ces changements. Nous constatons que depuis 2008, les performances de certains fonds d'actions internationaux offrent d'excellents rendements. Notre rôle est d'être capable d'anticiper les évolutions économiques et de savoir les expliquer aux clients. Il serait à cet égard regrettable qu'ils s'orientent trop tard sur le marché par actions.

Hervé JUVIN

Je vous rejoins sur ce point. Pour ma part, je remets en cause l'idéologie européenne qui fait preuve ici d'une grande naïveté. Le Monde n'est pas une grande famille et les germes de conflits ne manquent pas. Sur ce point, les grandes entreprises ne font, elles, preuve d'aucune naïveté et appréhendent le Monde avec une lucidité absolue. Je suis donc optimiste sur leur capacité à gérer l'incertitude.

Pierre SABATIER

Dans un environnement compliqué, les meilleurs se distinguent nécessairement. Votre rôle va donc consister à être capables de les identifier. C'est par une sélection de fonds pertinente que les rendements pourront être obtenus.

Guillaume DARD

En l'état actuel, il convient de rester attentif. Pour gagner de l'argent, il n'y a pas d'autres choix que d'investir. Pour ce faire, il faut donc être capable de détecter suffisamment tôt les investissements porteurs. A long terme, seuls les optimistes parviendront à gagner de l'argent dans ce monde à taux zéro.