

# Perspectives macroéconomiques de Curt Custard

## “La propriété, c’est du vol” Identification des principales tendances séculaires à long terme

3 juin 2009



**Curt Custard**

Head of Global  
Investment Solutions (GIS)

UBS Global Asset Management

“La propriété, c’est du vol” était l’un des slogans les plus politiquement corrects parmi les curieuses pancartes philosophiques et humoristiques brandies par les manifestants qui défilait devant les fenêtres de mon bureau. La réunion du G-20 à Londres début avril a connu son lot de manifestations en relation avec divers motifs de mécontentement. Ce genre de protestations accompagne désormais régulièrement les sommets économiques mondiaux et ne suscite généralement guère d’attention de la part des investisseurs.

Cette fois, leur présence a été plus remarquée. Premièrement, sous un angle personnel, du fait que la destination du cortège (joyeusement baptisé «les quatre cavaliers de l’Apocalypse») était la Banque d’Angleterre, à deux pas des bureaux londoniens d’UBS Global Asset Management. Fait plus marquant, au fil de leur rassemblement, les manifestants ont semblé représenter un volet extrême d’une partie du sentiment populaire qui transforme notre façon d’envisager le capitalisme.

La colère ressentie à l’égard de la communauté financière, en partie justifiée, en partie injustifiée, transforme notre perception des marchés et du monde dans lequel nous allons évoluer à l’avenir. Trouver un équilibre entre capitalisme et démocratie, entre le modèle un dollar/une voix et le modèle un individu/une voix, confine à la gageure.

**La colère ressentie à l’égard de la communauté financière, en partie justifiée, en partie injustifiée, transforme notre perception des marchés...**

## Vers un nouvel équilibre

Il est toujours dangereux de dire 'cette fois, c'est différent'. La grande majorité des changements structurels de la société ou des marchés n'est que battage médiatique. Il est très rare d'assister à un changement fondamental de société et, lorsque tel est le cas, l'évolution est généralement trop graduelle pour être remarquée: son acuité et sa violence sont bien trop insuffisantes pour être réellement ressenties. Voilà pourquoi, au grand risque de me tromper (rejoignant en cela une longue liste de commentateurs du marché), je pense que cette fois, les choses sont différentes; en tous cas pour les 10 à 20 années à venir.

Les mœurs sociales qui ont poussé la majeure partie du monde anglo-saxon à suivre un axe de centre-droite ces 30 dernières années (la Révolution Reagan/Thatcher et sa politique de laissez faire face au capitalisme, accompagnée de la Grande Modération) semblent avoir brusquement changé. Le virage a été brutal et soudain, provoquant une onde de choc dans notre société qui ne manquera pas de se propager durant un certain temps, entraînant un grand nombre de mauvaises décisions à caractère réactionnaire avant qu'un nouvel équilibre social ne soit atteint.

Ce dernier influencera probablement nos politiques fiscales et nos réglementations et, partant, les marchés sur lesquels nous opérons en tant qu'investisseurs. Cela constitue une modification des règles du jeu de nature plus structurelle qu'épisodique et qui n'est que marginalement liée aux règles traditionnelles de l'offre et de la demande, aux primes de risque et aux rendements réels. En d'autres termes, le jeu continue mais il faut s'attendre à de nouvelles règles pour les investisseurs.

**Ce nouvel équilibre social influencera nos politiques fiscales et nos réglementations et, partant, les marchés...**

Les pertes d'économies et les violentes fluctuations des marchés, alliées aux manquements des autorités de régulation, des propriétaires immobiliers et des banquiers, ont induit une méfiance à l'égard du capitalisme sans précédent depuis mon entrée dans la vie active. Ce manque de confiance influera également sur la volonté d'investir des particuliers, notamment dans les pays où les marchés ne sont pas établis depuis longtemps et dont les populations se méfient tout naturellement des marchés.

Par conséquent, au regard de la relance budgétaire, de l'assouplissement quantitatif, de l'évolution des comportements et de la réglementation ainsi que des chemins que pourrait emprunter l'inflation à moyen terme, nous jugeons essentiel de se concentrer sur le paysage qui émergera de la crise actuelle. Dans cet article, j'ai identifié quelques tendances clés à long terme dont je pense qu'elles nous accompagneront durant les cinq à dix années à venir. Certaines s'imposent de façon plus évidente, d'autres vont à l'encontre du consensus. Toutes auront un impact profond sur notre perception des choses.

**...il est essentiel de se concentrer sur le paysage qui émergera de la crise actuelle.**

## La Grande Modération touche peut-être à sa fin<sup>1</sup>

Malgré les récentes turbulences sur les marchés, les historiens verront les 25 dernières années comme une période de grande modération macroéconomique. Utilisant la désinflation opportuniste<sup>2</sup>, les présidents de la Réserve fédérale, MM. Volcker et Greenspan, ont effectué leurs mandats durant une période connue sous le nom de Grande Modération, caractérisée par une inflation en constant recul et une baisse de la volatilité du cycle économique, comme le montre clairement le graphique 1. Durant cette période, les investisseurs, les consommateurs et les entreprises se sont endettés, ce qui, à son tour, a entraîné une série de bulles spéculatives – valeurs technologiques, crédit, matières premières et immobilier – qui ont ensuite éclaté, déstabilisant les investisseurs jusqu'à la formation de la bulle suivante.

En revanche, jusqu'à récemment, la hausse de l'endettement n'avait pas eu d'effet sur l'économie réelle (Main Street). Les récessions et ralentissements précédents ont été relativement modérés, malgré la volatilité du marché des actifs. Résultat, la stabilité macroéconomique a conduit à sous-estimer les dangers d'un endettement accru, préparant le terrain pour le moment Minsky<sup>3</sup> dans lequel nous nous trouvons aujourd'hui.

Tout cela est peut-être bel et bien sur le point de changer. Etant donné les mesures massives de relance budgétaire prises (plus de 3,5% du PIB mondial, toujours en progression), l'importance de la relance monétaire non conventionnelle et de la charge de la dette réelle qui sera imposée aux générations futures, de forts contre-courants

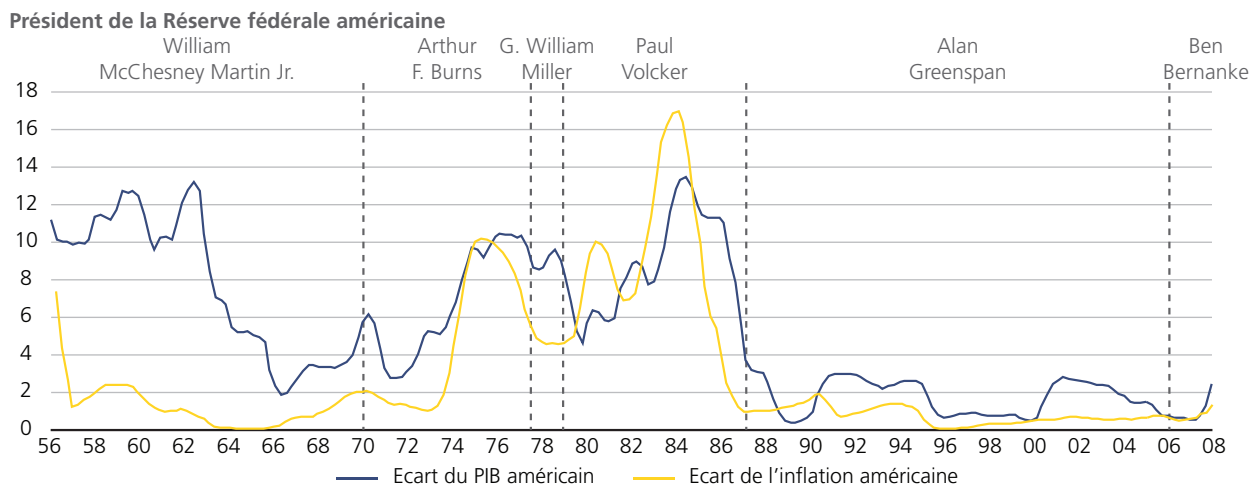
sont à l'œuvre au niveau macroéconomique. Vu l'ampleur et la nature de nombre de ces mesures, elles sont peu susceptibles de se dénouer d'elles-mêmes avant des années, d'où une croissance potentiellement inégale et des prévisions inflationnistes.

Cette incertitude marquée quant à l'efficacité de ces mesures de relance sans précédent, alliée au niveau extrêmement bas de l'inflation actuelle, risque de relancer le débat sur la déflation, la stagflation ou l'inflation mené en 2007/08. Par ailleurs, cette incertitude remettra en cause la capacité des décideurs politiques à maîtriser les attentes inflationnistes et pourrait même conduire à s'interroger sur leur volonté réelle en la matière, fragilisant davantage encore leur crédibilité. Tous ces éléments ont un coût réel au niveau macroéconomique. Une augmentation du degré d'incertitude lié aux attentes inflationnistes pourrait fausser les coûts des emprunts et accroître l'ampleur de la réaction politique escomptée, exacerbant l'amplitude du cycle d'expansion et de contraction.

Sur fond de volatilité accrue, la croissance réelle menace de rester au ralenti pendant un certain temps (même si la croissance nominale n'est pas forcément due à la hausse de l'inflation), tandis que les générations futures travailleront pour assainir la lourde dette que nous leur aurons léguée. L'autre solution, à savoir réduire la charge de la dette réelle par le biais de l'inflation, est tout aussi pernicieuse et entraînerait une baisse continue du dollar américain, voire une augmentation des tensions commerciales en raison du plus grand nombre de détenteurs étrangers de titres de crédit américains.

### Graphique 1: La fin de la Grande Modération?

Variation mobile sur cinq ans de la croissance annuelle du PIB américain et de l'inflation



Source: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, UBS Global Asset Management.

<sup>1</sup> Une expression inventée par l'économiste de Harvard James Stock et rendue populaire par Ben Bernanke en 2004.

<sup>2</sup> Une expression employée pour la première fois par Laurence Meyer et qui décrit la politique de la Réserve fédérale consistant à laisser opportunément les récessions et les chocs au niveau de l'offre réduire l'inflation.

<sup>3</sup> L'expression de Moment Minsky fait référence à la description par l'économiste Hyman Minsky de la tendance u des investisseurs à continuer de prendre des risques en période faste (p. ex. faible taux de chômage, inflation basse) jusqu'à ce qu'ils aient dépassé les limites. Puis, lorsque la situation se détériore (ou que les prêteurs demandent le remboursement des emprunts), ils sont forcés de vendre massivement provoquant ainsi un assèchement de la liquidité.

## Les rendements d'équilibre du marché boursier seront plus bas et la structure des échéances des taux d'intérêt plus élevée

Selon moi, l'incertitude quant à l'évolution de l'inflation aura également des répercussions sur les rendements du marché des actifs. Le niveau d'inflation attendu détermine la prime de risque que les investisseurs exigent pour garantir un rendement réel escompté sur un investissement nominal. Dès lors que l'incertitude entourant le niveau futur de l'inflation s'accroît, les investisseurs demandent une prime de risque supplémentaire pour être assurés d'obtenir le rendement réel souhaité.

Cette tendance est démontrée par la corrélation positive entre la volatilité de l'inflation et le rendement réel de l'action (l'inverse du ratio cours/bénéfices) comme illustré dans le graphique 2.

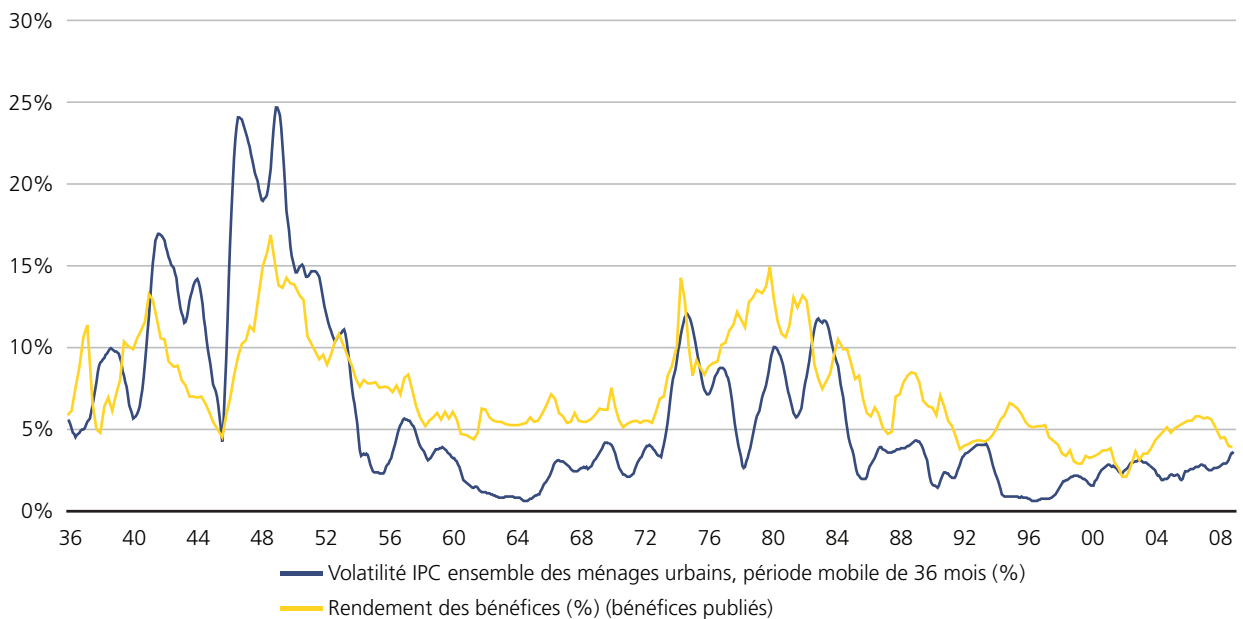
Lorsque les investisseurs exigent une prime de risque plus élevée des actions, les prix ont tendance à baisser, d'où des rendements d'équilibre inférieurs. Il y aura bien sûr toujours des opportunités tactiques à moyen terme de profiter des placements en actions.

Le même principe s'applique à la structure des échéances des taux d'intérêt en raison du raidissement des courbes des taux et de l'élargissement des écarts de crédit qui résultent de l'incertitude grandissante des investisseurs à l'égard des futurs rendements réels.

La volatilité des taux d'emprunt nominaux est également pénalisante au niveau microéconomique ou des entreprises. Une augmentation du coût de la dette au sein des marchés actions signifie que les sociétés dont le financement est largement basé sur l'endettement souffriront lorsqu'elles devront emprunter pour investir.

### Graphique 2: L'incertitude liée à l'inflation accroît les exigences de rendement des investisseurs

Etats-Unis: volatilité de l'inflation contre rendement réel de l'action



Source: S&P, Bureau of Labor Statistics, UBS Global Asset Management.

**A mesure que l'incertitude entourant l'évolution de l'inflation s'accroît, les investisseurs exigent une prime de risque supplémentaire...**

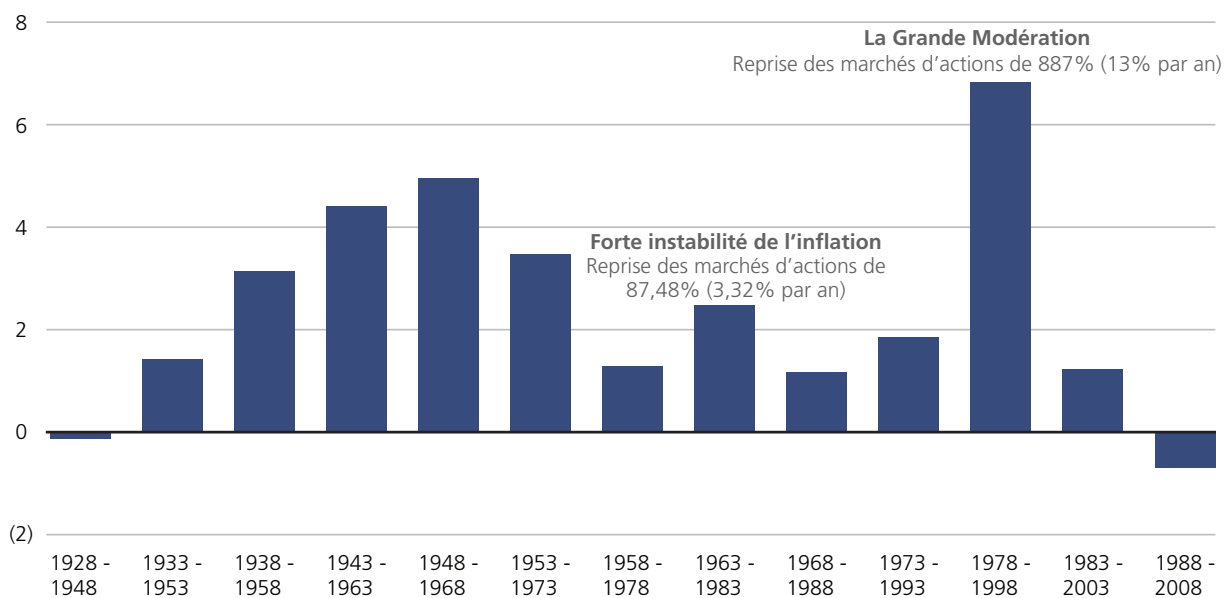
## L'ère du culte de l'action touche sans doute à sa fin

On a appris aux investisseurs que les actions dégagent un rendement supérieur aux obligations sur le long terme (20 ans). Cela est avéré, comme l'ont relevé certains auteurs.<sup>4</sup> Ce que cette analyse omet de préciser, en revanche, c'est que si cette affirmation se vérifie en règle générale, il est très important de tenir compte de vos points de départ et d'arrivée pour le calcul de ces 20 années, comme le montre le graphique 3. Ce dernier présente le ratio de l'excédent de rendement des actions par rapport aux obligations face à l'excédent de volatilité des actions sur les obligations. Lorsque ce ratio est élevé, comme entre 1978 et 1998, cela signifie que les actions ont dégagé des rendements excédentaires par rapport aux obligations avec une volatilité relativement faible.

La récente correction du marché a effrayé de nombreux investisseurs. Ces derniers sont souvent tout sauf rationnels et réagissent de manière émotionnelle aux pertes financières. Les investisseurs proches de la retraite qui ont vu s'envoler leur pécule durement gagné et les jeunes investisseurs qui n'ont pas connu la période faste des années 90 feront tous preuve d'un plus grand scepticisme que les autres générations à l'égard des marchés boursiers. Des études ont montré que les expériences vécues par les investisseurs influencent leur disposition à prendre des risques et leurs décisions futures en matière d'allocation d'actifs.<sup>5</sup> De la même façon, les investisseurs institutionnels adaptent leur allocation d'actifs stratégique en fonction de leur expérience historique du rapport risque/rendement. En conséquence, les actions auront sans doute moins les faveurs de tous ces cercles d'investisseurs à l'avenir.

### Graphique 3: Les rendements à long terme dépendent eux aussi de vos points de départ... et d'arrivée

Ratio mobile sur 20 ans des excédents de rendement par rapport aux excédents de volatilité des actions et obligations américaines



Source: Ibbotson/S&P, Haver/S&P, UBS Global Asset Management.

Remarque: l'excédent de rendement est défini comme le rendement annualisé sur 20 ans des actions américaines divisé par le rendement annualisé sur 20 ans des obligations du Trésor américain. L'excédent de volatilité est défini comme la volatilité annualisée sur 20 ans des actions américaines divisée par la volatilité annualisée sur 20 ans des obligations du Trésor américain. Le ratio est l'excédent de rendement divisé par l'excédent de volatilité durant la période considérée.

**...les expériences vécues par les investisseurs influencent leur disposition à prendre des risques et leurs décisions futures en matière d'allocation d'actifs.**

<sup>4</sup> Voir "Triumph of the Optimists", Dimson, Marsh, pour une histoire à long terme des rendements réels dans les différentes classes d'actifs pour 20 pays différents.

<sup>5</sup> Voir "Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?", Malmendier, Nager National Bureau of Economic Research Working Paper 14813, mars 2009.

## Le secteur financier a perdu une partie de sa compétitivité

La désapprobation de la société, le durcissement des réglementations et une réduction sensible de l'endettement rendront, selon moi, le secteur financier moins attrayant aux yeux de nombreux intervenants potentiels. S'agissant de la contribution du secteur à l'emploi, à l'endettement et à la part totale du rendement réel de l'action, les niveaux d'avant la crise ne seront plus atteints.

La contraction qu'a subie le secteur n'avait probablement que trop tardé. Entre 1950 et 1960, en moyenne, 4,7% de la population des Etats-Unis travaillaient dans la finance (ou exerçaient une activité financière au sens large). Dans les années 2000, cette proportion s'est nettement accrue, passant à 7,2%. Durant cette période, les banques ont bénéficié d'un accroissement de l'endettement (directement au travers de leur bilan et via l'endettement croissant de leur base de clientèle), ce qui a entraîné une amélioration de leur bénéfice. En 1974, les bénéfices du secteur financier en pourcentage des bénéfices du S&P500 représentaient moins de 5%. En 2007, ils avaient explosé à près d'un tiers du total des bénéfices, comme le montre le graphique 4.

Les personnes récemment licenciées par les banques ont peu de chances de retrouver toutes un emploi durant la prochaine reprise, ce qui se traduira par un excédent de l'offre par rapport à la demande et par des pressions à la baisse sur les salaires. En conséquence, les spécialistes

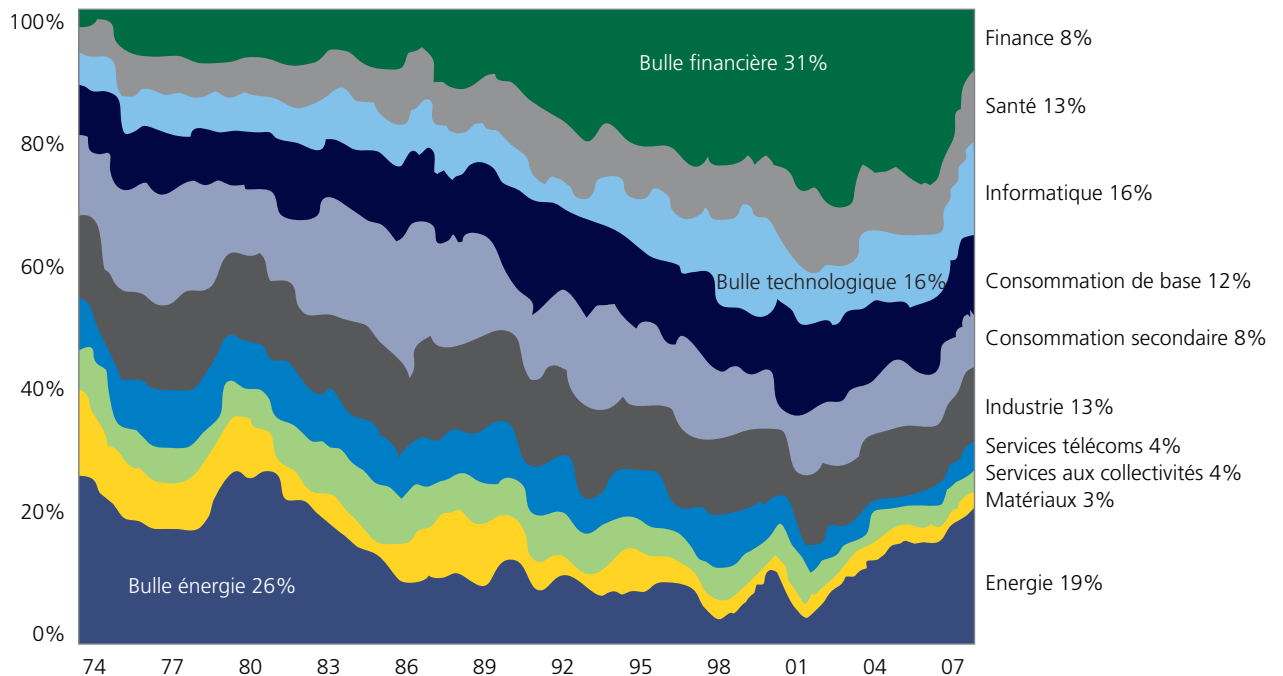
**...les spécialistes des fusées recommenceront à construire des fusées plutôt que des dérivés sur crédit complexes.**

des fusées recommenceront à construire des fusées plutôt que des dérivés sur crédit complexes. Ces 20 dernières années, un flux régulier de mathématiciens, de physiciens et autres scientifiques est venu alimenter le secteur de la finance. Nul doute que la rémunération a

joué un rôle majeur à cet égard. Cependant, si les niveaux de rémunération dans le secteur financier devraient rester plutôt élevés en termes relatifs, l'excédent d'offre de professionnels sur le marché menace de maintenir les salaires à un niveau quelque peu déprimé, augmentant ainsi l'attrait relatif d'autres professions.

**Graphique 4: Les bénéfices du secteur financier ont explosé**

Contribution du revenu net par secteur au bénéfice du S&P500<sup>6</sup>



Source: Goldman Sachs Research.

<sup>6</sup> Le revenu net est défini comme les bénéfices hors mesures extraordinaires disponibles pour les actionnaires ordinaires. Seules les données positives sont incluses.

## Si les règles ne sont pas nécessairement sacrées, les principes le sont<sup>7</sup>

Nous sommes sur le point de crouler sous de nouvelles réglementations. Dans le monde entier, les gouvernements s'attellent à pallier tous les manquements du capitalisme financier en instaurant de nouvelles réglementations en matière de supervision, de transparence, de liquidité, d'endettement, d'adéquation, de pratiques comptables, de due diligence, de commissions et de protection de l'investisseur. Si de nouvelles règles et réglementations sont

## Si de nouvelles règles et réglementations sont sans aucun doute nécessaires et utiles, elles ne représentent qu'une partie de la solution.

sans aucun doute nécessaires et utiles, elles ne représentent qu'une partie de la solution. La crise actuelle est le résultat d'une combinaison de facteurs: malversations, envolée de l'endettement (due en partie à

l'abaissement de l'inflation) et le fait que trop de gens se sont positionnés de la même manière en même temps. Le choc a surpris un système financier qui, il y a trois, quatre ou dix ans, était considéré comme fondamentalement sain (sauf par une minorité qui a tiré la sonnette d'alarme si prématurément qu'ils n'ont pas été entendus dans le tumulte des profits réalisés). Il n'y a aucune raison de penser que, quel qu'il soit, le nouvel environnement réglementaire permette de mieux éviter un nouveau choc (vraisemblablement inattendu).

En outre, il y aura toujours un besoin incompressible de contourner les règles. Les gens intelligents sont parfois avides et les gens avides peuvent se révéler intelligents – suffisamment en tous les cas pour qu'aucune règle édictée par les autorités de régulation ne soit suffisamment imperméable pour déjouer toute fraude. Je trouve curieux que les courtiers en hypothèques qui ont vendu 1% des prêts à risque aux abominables acheteurs de subprime soient cloués au pilori dans la presse (au côté des banquiers) mais que personne ne soit scandalisé par les milliers d'établissements de prêts sur salaire qui perçoivent des taux d'intérêt usuriers (sans doute parce qu'ils s'adressent à une tranche de population moins fortunée).

Sans vouloir ouvrir un débat international sur la politique en matière d'éducation, la solution est peut-être de faire en sorte que le citoyen lambda comprenne les mécanismes de base de la finance. Finance 101 devrait figurer au programme obligatoire de l'école secondaire au même titre que la lecture ou les mathématiques. L'argent affecte profondément nos vies du berceau à la tombe et pourtant, peu de gens ont accès au b.a.-ba de la finance.

On devrait dire aux étudiants qu'avoir un solde de carte de crédit portant intérêt de 25%, cela équivaut à trois ans de rendements escomptés sur le marché boursier (en temps normal); que l'on ne peut pas compter sur une appréciation continue du prix des actifs; que si une valeur s'est récemment appréciée fortement, il est probablement trop tard pour en récolter les fruits et que si un ami ou un conseiller en investissement vous présente un placement qui a l'air trop beau pour être vrai, c'est probablement le cas. En donnant aux gens des connaissances de base, nous réduirions notre dépendance des réglementations et du gouvernement pour éviter la prochaine crise.

## Après dissipation, la panique laisse place au changement

A l'heure où je rédige cet article, les marchés des actions ont regagné quelque 25% par rapport à leurs plus bas et les plans de relance budgétaire commencent à produire leurs effets sur l'économie réelle, ravivant l'optimisme des

## Les investisseurs injectent leur argent au compte-gouttes sur le marché et le sentiment général semble s'améliorer...

consommateurs. Les voix de protestation, qui ont continué de se faire entendre durant quelques semaines comme une réplique sismique, commencent à s'estomper. Les investisseurs injectent leur argent au compte-gouttes sur le marché et le sentiment général semble s'améliorer, le spectre de la panique du quatrième trimestre 2008 s'éloignant.

De fait, à court terme, il y a des raisons de miser sur une hausse: les mesures de relance budgétaire portent leurs fruits, la politique monétaire a ramené les rendements des liquidités à zéro, les valorisations des actifs à risque restent favorables et il y a d'abondantes réserves de liquidités. L'horizon immédiat est nettement plus dégagé qu'il y a peu.

J'émets toutefois quelques réserves pour le moyen terme. Les investisseurs pourraient encore être chahutés et la période de la Grande Modération semble révolue. Les choses ne seront pas totalement différentes; les actions devraient toujours dégager des rendements supérieurs aux obligations à long terme, les investisseurs seront payés pour prendre des risques et il continuera de pleuvoir sur Londres en avril. Et pourtant, les choses auront suffisamment changé pour que les 10-15 années à venir ne ressemblent pas au passé récent.

Dans mon prochain article, je me concentrerai à nouveau sur l'horizon à court terme, examinant la manière dont le monde a réagi à la situation sans précédent dans laquelle nous nous trouvons.

<sup>7</sup> selon Franklin D. Roosevelt.

Perspectives macroéconomiques de Curt Custard est une série d'articles périodiques. Vous trouverez le dernier article paru sous [www.ubs.com/globalam](http://www.ubs.com/globalam)

#### Auteur

Curt Custard  
Head of Global Investment Solutions  
[curt.custard@ubs.com](mailto:curt.custard@ubs.com)



[www.ubs.com](http://www.ubs.com)

**Les opinions exprimées datent du 3 juin 2009 et donnent une idée générale de la position d'UBS Global Asset Management. Le présent document ne remplace pas la documentation propre aux portefeuilles ou aux fonds. Le commentaire porte sur l'économie ou la stratégie et ne se réfère aucunement à des fonds de placement enregistrés ou autres.**

Ce document est réservé aux clients et aux partenaires d'UBS Global Asset Management. Toute utilisation ou distribution de ce document par un tiers est strictement interdite. Toute reproduction, même partielle, de cette publication sans le consentement écrit d'UBS Global Asset Management est interdite. Si le contenu du présent document a fait l'objet de vérifications rigoureuses, nous déclinons cependant toute responsabilité en cas d'erreurs ou d'omissions.

Veillez noter que la performance passée n'est pas un indicateur des résultats futurs. Le potentiel de gain n'exclut pas la possibilité de pertes. La valeur des investissements et le revenu qui en découle peuvent tant baisser qu'augmenter et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas les capitaux investis au départ.

Le présent document est une communication marketing. Toutes les opinions exprimées au sujet des marchés ou des placements ne constituent pas une analyse de placement. Le présent document n'a pas été rédigé conformément aux exigences légales visant à protéger l'indépendance de l'analyse financière et n'est sujet à aucune interdiction de négoce avant la diffusion de ladite analyse.

Les informations figurant dans ce document ne constituent pas une offre, ni une recommandation d'achat ou de vente de tout titre ou fonds particulier. Les informations et les avis figurant dans ce document reposent sur des sources dignes de foi et estimées fiables. Les informations ou les opinions peuvent changer à tout moment, sans notification préalable.

Un certain nombre de commentaires dans ce document s'appuient sur les attentes actuelles et sont considérés comme des déclarations prospectives. Toutefois, les résultats futurs peuvent diverger des attentes. Les opinions exprimées reflètent le meilleur jugement possible d'UBS Global Asset Management au moment de la rédaction du document. L'auteur n'est pas tenu de mettre à jour ou de modifier les déclarations prospectives ici contenues du fait d'informations nouvelles, d'événements ou autres facteurs. En outre, ces opinions ne sauraient en rien préjuger de l'évolution future ou garantir les résultats futurs d'un titre, d'une catégorie d'actifs ou des marchés en général. Elles ne garantissent pas non plus la future performance d'un compte, portefeuille ou fonds UBS Global Asset Management.

© UBS Global Asset Management 2009