

# Le jour où les pôles se sont imprudemment inversés

Les investisseurs croient davantage à l'avenir des pays émergents qu'à celui des pays industrialisés.

JEANNETTE WILLINER\*

L'analyse de la situation semble plus superficielle que jamais: les autorités, experts de toute nature expriment leur satisfaction et s'appliquent à contourner les détails qui pourraient gêner. De septembre 2008 à mars 2009 le Standard & Poor's a réduit quatorze notations de pays émergents et seulement trois depuis le printemps. Il y a eu deux défauts de paiement, Equateur et Seychelles. Aujourd'hui seules douze nations émergentes ont des perspectives négatives contrairement à seize en début d'année. Pourtant, 60% des pays émergents ne relèvent pas d'un niveau digne de justifier l'investissement comme on le conçoit généralement: le mauvais état de leurs finances, leur fragilité fiscale, la faiblesse de leurs institutions financières sont des paramètres qui le leur interdisent. Malgré ce que l'on pourrait considérer comme des problèmes, ces pays ont réussi à traverser la crise sans trop de dommages. Mieux: les investisseurs croient davantage à leur avenir qu'à celui des pays industrialisés.

Bien sûr il y a quantité de points fort attirants. Ces pays comptent 80% de la population mondiale, 70% des terres et des réserves en devises, la moitié de la production mesurée en termes de pouvoir d'achat. Pourtant, c'est seulement 12% de la capitalisation totale des actions qui les représentent sur les marchés. Ce pourcentage devrait se développer fortement durant les dix ans à venir. La combinaison de trois facteurs de base justifie cette affirmation: la croissance économique et démographique

supérieures à celles des pays industrialisés nécessite des investissements importants dans le secteur de l'infrastructure. C'est pourquoi certains experts affirment que dans les dix prochaines années la capitalisation boursière de ces pays pourrait atteindre un tiers du total mondial. Ces experts ne discutent même pas de la nécessité qu'il y a à investir une partie des portefeuilles dans ces pays: c'est une évidence. Pour le mo-



SEULES DOUZE NATIONS ÉMERGENTES ONT AUJOURD'HUI DES PERSPECTIVES NÉGATIVES. CONTRAIREMENT À SEIZE EN DÉBUT D'ANNÉE.

ment, le passé leur a donné raison. Il y a cependant un «mais» avant de sauter avec enthousiasme dans le bateau. L'évaluation actuelle des titres des pays émergents n'est plus à un prix de solde. D'une évaluation boursière inférieure de plus de 50% à celle des pays industrialisés fin 2001 on est à présent à la parité. La valeur intrinsèque a passé d'une sous-estimation de 50% à l'horizon du troisième millénaire à une surévaluation de 10%. Ces chiffres sont éloquentes: les prix actuels ne justifient plus d'investir dans cette catégorie d'actifs. Pourquoi chercher ailleurs ce que l'on trouve chez soi? Environ un quart des revenus des sociétés européennes vient des régions émergentes. D'autant plus que la volatilité de ces marchés en désespère plus d'un par son altitude.

Pour certains cette volatilité et le manque de liquidités qui peut en résulter relèvent du passé. Et là

commence une suite de comparaisons chiffrées impressionnante: le produit national brut de la Chine est plus important que celui du Japon, celui de l'Inde supérieur à celui de l'Allemagne et la Russie dépasse le Royaume-Uni. Les BRIC surpassent l'Europe... Quant au reste des pays émergents, leur poids est supérieur à celui des Etats-Unis. Du côté du chiffre d'affaires boursier les huit premiers mois de 2009 ont été

soutenus: la Chine a surpassé le Nyse, la Corée du Sud, la France et l'Inde le Canada. Du coup, ces pays émergents méritent-ils encore leur appellation? Certainement, les chiffres financiers n'étant pas les seuls critères à prendre en considération. Ils ne sont que l'aboutissement d'une situation. Dans cette évaluation on ne tient pas compte des réalités du marché intérieur et très peu de l'humain.

Certains pays émergents sont à l'écart des marchés mondiaux: financiers mais également produits de base. Leurs perspectives de croissance sont plus faibles mais par contre ces pays sont mieux protégés des répercussions les plus sévères de la crise. Par contre, pour d'autres, on ne peut nier l'influence des fluctuations. Même si ces derniers ont récupéré très rapidement, l'addition n'a pas été gratuite. La scolarité des jeunes a été réduite à sa plus simple expres-

sion: on ne peut pas être à l'école et au travail. Quant à leur santé, elle n'a pas coûté cher et sera totalement négligée à l'avenir. La résurgence de maladies qui tendaient à être contrôlées ne va pas tarder. Quant à la scolarisation des enfants qui retourneront au travail au fil des difficultés croissantes, on pourra l'oublier. La réalité est quelque peu travestie par les données financières.

D'autres faits ne font pas l'objet de commentaires dans le premier des pays industrialisés. Le Trésor américain aura des charges financières bien inférieures en 2009 qu'en 2008: 6% des dépenses fédérales contre 9% en 2008. Ce ratio modeste, au même niveau qu'il y a quarante ans est en contradiction avec le niveau du déficit américain. Là encore, les apparences conduisent au doute d'une moindre gravité de la situation. Certes, le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt a joué son rôle. Mais il n'y a pas que cela. La moyenne des échéances des dettes du gouvernement est de 48 mois. Auparavant, elle a toujours été supérieure à cinq ans. A la moindre normalisation des taux, la dépense pourrait tripler. Et cette évaluation reste très modérée. Dès lors, on peut s'interroger sur l'avenir des retraites, de la fiscalité, des dettes de l'Etat... La génération du baby boom peut commencer à s'inquiéter sérieusement. Le doute actuel sur l'apparente résolution de la crise vient de questions de ce style que fort heureusement de plus en plus d'experts, même parmi les plus optimistes, même américains finissent par se poser.

\*Analyste financier indépendant

## NON US SWISS RESIDENTS

# Cash in your US Retirement Accounts

JONATHAN LACHOWITZ\*

If you are a Swiss resident, a non-US Person (Not a US Citizen or Permanent Green Card Holder) and you have a retirement account (E.g. Traditional IRA, SEP-IRA, 401k, 403b) in the United States, now may be the right time to cash in your US based retirement plan; even or especially if you are no where near age 65. If you are like many investors trying to save for retirement, your account balances are significantly lower than when the equity markets peaked about 2 years ago and you may lament the fact you have been holding dollars that are depreciating against the Swiss Franc faster than banking stocks dropped during the last quarter of 2008.

Thanks to the current double taxation treaty between the US and Switzerland, a Swiss resident does not have to pay any US taxes or penalties for the early withdrawal of a US based retirement account. Article 18 of the treaty (available at this link: <http://www.irs.gov/pub/irs-trty/swiss.pdf>) states the following:

Article 18 Pensions and Annuities 1. Subject to the provisions of Article 19 (Government Service and Social Security), pensions and other similar remuneration beneficially derived by a resident of a Contracting State in consideration of past employment shall be taxable only in that State.

2. Subject to the provisions of Article 19 (Government Service and Social Security), annuities derived and beneficially owned by a resident of a Contracting State shall be taxable only in that

State. The term «annuities» as used in this paragraph means a stated sum paid periodically at stated times during a specified number of years or for life under an obligation to make the payments in return for adequate and full consideration (other than services rendered).

The reason it may make sense to cash in these retirement accounts now is that upon withdrawal, the funds are taxable as income in Switzerland. With the lower account values and weak dollar, your Swiss income tax will be lower. Once the money is out of the retirement account, you can consider investing in equities, where you have no capital gains tax in Switzerland; the bigger the gain, the more Swiss tax you are saving by cashing out of the retirement account early. By transferring the funds back to Europe and out of US equities, you may also be able to protect your funds from US Estate taxation; which is governed by the Switzerland - US Inheritance tax treaty of 1951. As always, before making any decisions based on this information, it is recommended that you seek the advice of a competent tax advisor as each person's situation may be different.

\*CFP (Switzerland & USA) White Lighthouse Investment Management

## ING: single Dutch

JEFFREY GOLDFARB

breakingviews.com

ING may not have had a good crisis but it is at least making good use of it. New management at the Dutch financial group has moved quickly to simplify, shrink and retreat even more than intended only months ago – albeit with a helpful nudge from local and European authorities.

The central part of the latest restructuring is to pull out of bancassurance once and for all. ING plans to sell or float its insurance and investment management operations by 2013. The company has taken pride in the scale and earnings stability provided by the model it is abandoning, but the broader benefits never really delivered as advertised, and failed to compensate for the cost of a conglomerate discount. The downturn exacerbated the flaws: ING's market capitalisation is just E24bn – the book value of the insurance business E22bn. The group already had embarked on a «Back to Basics» turnaround plan in April. But it wasn't basic enough for regulators. Though ING has already sold operations on four continents in a push to raise up to E8bn, it is now being forced to unload yet more. The US internet bank, ING Direct USA, and its \$80bn of deposits will be sacrificed, also by 2013. Parts of the Dutch loan book – including 6% of the country's mortgage market – also will be spun off. (Read page 20.) ■

# Plaidoyer pour un Etat citoyen

L'Etat allemand était au service du citoyen. Il le laissait faire. C'est de toute évidence le contraire qui est vrai aujourd'hui.

HENRI SCHWAMM\*

Lu dans le grand quotidien allemand WeltOnline un remarquable et réconfortant essai de Reinhard Sprenger, qui enseigne l'économie d'entreprise aux Universités de Berlin et de Cologne. De nationalité allemande mais vivant à Zurich, il s'y livre à une très éclairante comparaison entre l'Allemagne et la Suisse sous l'angle des relations entre le citoyen et l'Etat.

Jadis, observe l'auteur, l'Etat allemand était au service du citoyen. Il ne se mêlait pas de ses projets. Il le laissait faire. Il lui permettait de vivre comme il l'entendait. Aujourd'hui, le contraire est vrai. Le citoyen est au service de l'Etat. L'Etat lui dicte sa conduite. Il casse son goût de l'épargne et stimule son envie de consommer, à crédit s'il le faut.

L'Etat allemand distingue de moins en moins entre sphère publique et privée. Il prive de plus en plus le citoyen de son libre arbitre, de sa souveraineté. Il lui manque fondamentalement de respect. Il

ne lui fait surtout pas confiance: au motif qu'il faut encourager l'honnêteté fiscale, il se transforme en Etat fouineur et, sous le prétexte du bien commun, il tient les contribuables sous sa tutelle.

Etat donné que l'Etat allemand contrôle plus de 50% du produit intérieur brut, constate Reinhard Sprenger, il décide donc pour moitié des besoins des gens et de la redistribution de leurs ressources. Autrement dit, au moins une fois sur deux, il prive le citoyen de son droit de regard sur la manière dont il utilise son revenu. Et comme il part du principe que le citoyen ne sait pas ce qui est bon pour lui, il ne lui laisse pas le choix entre les différents services qu'il met à sa disposition. Il l'oblige purement et simplement à les acheter. Par le truchement de ses impôts. Le citoyen allemand travaille ainsi plus de six mois par an pour financer des prestations qu'il n'a pas choisies.

Le contraste avec la Suisse est saisissant. Le citoyen suisse verse – à contrecœur – à l'Etat une petite partie de son argent. Dans sa

grande générosité, l'Etat allemand laisse à ses citoyens une plus petite partie encore. Le débat sur le secret bancaire suisse, tant décrié par le gouvernement allemand, ne porte pas en premier lieu sur un avantage financier mais sur le rapport entre le citoyen et l'Etat. Le secret bancaire incarne une conception de l'Etat: le citoyen suisse n'est pas lige, il est souverain. En Suisse, on préfère la confiance au contrôle, ce qui a pour conséquence un taux de soustraction fiscale parmi les plus faibles. La protection de la sphère privée compte plus que l'extorsion fiscale par l'Etat. Dans la mesure où le peuple allemand croit ses dirigeants qui prétendent que la responsabilité des impôts élevés en Allemagne incombe aux riches compatriotes qui fraudent le fisc et qu'il faut par conséquent supprimer les paradis fiscaux, il ne se rend pas compte qu'il fait un marché de dupes. Car si la concurrence fiscale disparaissait, le gouvernement allemand aurait tout loisir de serrer encore davantage la vis fiscale.

Les remèdes existent, Reinhard Sprenger en est convaincu. Voici quelques-unes des mesures symptomatiques qu'il préconise: il faut avant tout rétablir la dignité citoyenne. Les contribuables doivent pouvoir disposer d'une bonne partie du fruit de leur travail. Une réforme en profondeur de l'impôt sur le revenu s'impose. La réintroduction du secret bancaire sur le modèle suisse est souhaitable. Elle rétablirait l'équilibre entre les intérêts privés et publics. La décision de la redistribution des recettes fiscales devrait revenir pour partie au moins au peuple. L'Etat a besoin d'argent, c'est entendu. Les citoyens doivent lui en «donner». Il convient qu'ils le fassent librement. Il faut donc mettre fin à la pratique détestable du retrait automatique des impôts sur les comptes-salaires. La problématique «too big to fail» ne vaut pas que pour les banques. Elle détermine l'état actuel du monde. L'individu se sent impuissant face à l'énormité de l'appareil étatique. Pour restituer leur dignité aux citoyens, il y a lieu de réhabiliter les

centres de décision locaux et de privilégier les relations de voisinage. Ce qui implique entre autres que l'Union européenne retransfère une bonne partie de ses compétences aux Etats membres et que les Etats membres en fassent autant au profit des communes. L'économiste britannique John Stuart Mill disait en substance que tout Etat qui transforme ses citoyens en nains, fût-ce pour la bonne cause, finit par se rendre à l'évidence qu'il n'est pas possible de réaliser de grandes choses avec de petites gens. Un Etat sans citoyens majeurs, libres et responsables ne peut que courir à sa perte.

\*Université de Genève

LE CITOYEN EST AU SERVICE DE L'ETAT. L'ETAT LUI DICTE SA CONDUITE. IL CASSE SON GOÛT DE L'ÉPARGNE ET STIMULE SON ENVIE DE CONSOMMER.