



SOCIÉTÉ PRIVÉE DE GÉRANCE S.A.  
GENÈVE

DIRECTION  
Route de Chêne 36  
Case postale 6255 1211 Genève 6  
Ligne directe: +41 58 / 810 30 43  
E-mail: direction@spg.ch  
Internet: www.spg-rytz.ch  
T.V.A. CHE-101.659.969 TVA

N/réf.: TBM/mnd

Genève, le 14 décembre 2018

«Formule\_Politesse\_Destinataire»,

Notre lettre de fin d'année existe depuis quelque quinze ans ; elle visait initialement, une fois l'an, à récapituler certains événements qui pouvaient avoir une influence sur la situation économique de la Suisse et plus particulièrement son secteur immobilier. Mais la Suisse – encore moins que tout autre pays ! – n'est pas une île et la globalisation nous a rapidement incités à nous préoccuper de grandes tendances mondiales de fond, pour la plupart préoccupantes, mais d'évolution lente. Ce n'est donc pas céder à la redondance que de revenir cette année, comme nous le ferons çà ou là, sur la situation de la dette ou le vieillissement démographique, par exemple. Nous nous autoriserons aussi l'une ou l'autre digression, misant sur votre indulgence à ce propos.

Pourtant, une fois n'est pas coutume, nous aborderons tout d'abord une thématique romande que l'on pourrait qualifier de locale, plutôt que de commencer par les « *affaires du Monde* ». Les cantons de Genève et Vaud sont en effet secoués, depuis quelques mois, par des scandales politiques de nature diverse, mais présentant néanmoins des traits communs : des questions de conflits d'intérêts, d'acceptation d'avantages indus, ou encore d'utilisation de fonds publics pour des affaires privées, ou des soupçons de collusion, voire de proximité malsaine avec des acteurs du secteur privé. Nous ferons certains commentaires sur tel ou tel fait établi, mais sans cacher au préalable un certain malaise : après « *#balance ton porc* », c'est maintenant « *#tous pourris* » qui fait florès sur les réseaux sociaux, et cela est navrant. Les principes de la justice populaire expéditive et de l'exécution sommaire, propres à l'époque que l'on croyait révolue du Far West, reviennent à l'ordre du jour. C'est préoccupant, car l'opprobre et le déshonneur sont jetés sur des personnes avant même que les faits ne soient correctement et objectivement établis. À Genève, nous ne prendrons que l'exemple d'un élu de gauche, Manuel Tornare, ancien maire de la Ville, qui a pourtant rapidement fourni une explication a priori crédible de ses frais de voyage élevés, du temps où il faisait partie du Conseil administratif : il avait dû faire de nombreux voyages en Chine pour l'Exposition universelle de Shanghai. De même, à propos des « frais de bouche » repérés par les censeurs, l'ancien magistrat assure – de façon assez convaincante – qu'ils correspondent à des déjeuners avec des mécènes attachés à la Ville. Ce n'est pas à nous, pas plus qu'à un autre citoyen, de dire à ce stade si ces explications sont suffisantes ou entièrement véridiques : il y a des instances réglementaires et judiciaires dont c'est l'office.

En ce qui concerne Manuel Tornare (il n'est **qu'un exemple** dans notre discours), l'affaire est loin d'être instruite à l'heure où nous écrivons ces lignes ; elle ne fait même que débiter. Pourtant, un tort considérable lui est d'ores et déjà fait, puisqu'il est présenté dans la presse comme « *le*



*Conseiller administratif le plus dépensier de la décennie* ». Rappelons que la question n'est pas de savoir si l'élu socialiste nous est sympathique ou si ses options politiques nous conviennent, mais s'il a bien utilisé les fonds publics dans le seul intérêt de la collectivité.

De même, dans le canton de Vaud, une autre élue socialiste, Géraldine Savary, paie très cher – puisque, sous la pression, elle renonce à un nouveau mandat – ce qui paraît une proximité amicale avec un milliardaire étranger bénéficiant d'un forfait fiscal en Suisse. Les dons reçus au titre de financement de sa campagne électorale ne sont objectivement pas très importants ; elle subit cette disgrâce alors même que son engagement et son action politiques sont assez unanimement salués.<sup>(1)</sup>

Voilà qui nous paraît préoccupant aussi, tant il est à nos yeux souhaitable que des passerelles informelles de concertation et d'échange se maintiennent entre des représentants de l'économie privée et le monde politique. Il ne serait par exemple vraiment pas souhaitable qu'un élu n'ose plus déjeuner ou voyager avec un entrepreneur ou un autre représentant de l'économie privée, de peur de déclencher le soupçon ou la délation. D'ailleurs, si l'on en arrivait au type de cloisonnement étanche dont semblent rêver certains, ne viendrait-on pas alors reprocher aux politiciens d'être coupés de la base, des réalités du terrain, de l'économie privée qui finance les ressources de l'État ? La force et l'exemplarité de notre système de milice ne tiennent-ils pas à, justement, la proximité des élus avec la société civile et leurs administrés ? <sup>(2)</sup>

Ensuite, puisqu'il s'agit de faire en sorte que les arbres ne nous cachent pas la forêt, relevons que **notre système démocratique et ses institutions fonctionnent très correctement** : à Genève, c'est la Cour des comptes qui a soulevé le problème des notes de frais des Conseillers administratifs, et c'est désormais le Procureur général – dont c'est institutionnellement le rôle – qui enquête. Laissons la justice faire son travail et faisons-lui confiance. Vu les moyens mis en œuvre, si des fonds publics ont été utilisés à des fins privées, et si donc la gestion déloyale se confirme, celle-ci pourra être le moment venu clairement établie et sanctionnée (pénalement d'abord, dans les urnes ensuite).

Le sentiment général de trahison et de gabegie n'en est pas moins légitime : si un élu rembourse « spontanément » des dizaines de milliers de francs, c'est vraisemblablement qu'un problème est avéré. Sur le plan de l'organisation de nos administrations, l'absence d'un règlement interne du Conseil administratif de la Ville de Genève, précisant ce qui est pris en charge – ou non – par la collectivité, reste incompréhensible, notamment au vu de la quantité de juristes que comptent les services municipaux. De cette lacune surprenante, le Conseil administratif in corpore devra répondre.

Il n'y a rien non plus d'importun à relever, sous l'angle de la mauvaise gestion, un cas clairement révélateur de dysfonctionnements à divers niveaux de l'Administration municipale : CHF 17 000 francs de frais de téléphone à charge de la Ville de Genève en une année, pour un seul Conseiller administratif, cela interpelle à juste titre l'opinion. Mais on doit aller au-delà du cas particulier, fût-il logiquement en première ligne : ne trouve-t-on donc **personne** à la Ville de Genève, dans cette grande **entreprise publique** où les cadres ne manquent pas, qui se soucie de négocier des abonnements forfaitaires même individuels de téléphonie ? Faut-il vraiment attendre – deux ans ou

---

<sup>1</sup> Précisons ici que c'est évidemment à dessein que nous prenons l'exemple de deux élus socialistes, ce qui devrait écarter le soupçon d'une analyse partisane de notre part.

<sup>2</sup> Nous sommes conscients que nous prenons des risques en adoptant cette position d'attente : il est très possible que des révélations ou des aveux soudains donnent a posteriori raison à ceux qui ont déjà condamné tous les protagonistes (que ce soit sur les réseaux sociaux ou dans des éditoriaux sentencieux de la presse). Nous pensons néanmoins que les enquêtes doivent se dérouler dans les règles (et dans le respect du secret de l'instruction), et que les chiffres des frais ou des dépenses des uns et des autres doivent toujours s'accompagner des explications adéquates.



davantage – la conclusion d'un contrat-cadre global ? Où sont les responsables financiers, les contrôleurs internes, les responsables des achats ? Que font-ils, si ce n'est se préoccuper des inefficiences et des dépenses inutiles ? Pour filer une métaphore simple : de nombreuses personnes étaient en mesure de voir le robinet ou le tuyau qui fuyait, mais personne ne s'est soucié de colmater la fuite ! C'est cette culture, ce système de gaspillage et ce **manque de respect de l'argent du contribuable** qu'il faut dénoncer et réformer. Sans s'arrêter au niveau d'un ou deux élus qui n'ont fait que de s'installer dans un système laxiste – ce qui ne les exonère évidemment pas de leur propre responsabilité. En d'autres termes, rien ne sert de s'attaquer à la tête si le corps reste malade ou dysfonctionnel. (1)

\*\*\*\*\*

Pour l'image de Genève, l'affaire des notes de frais est particulièrement calamiteuse, notre canton restant par ailleurs, de loin, le plus dépensier de Suisse.

Curieusement, notre ville de tradition républicaine protestante et à majorité de gauche dans son Exécutif a développé des réflexes très « *monarchiques* » et verticaux dans sa conception et son exercice du pouvoir : les Conseillers administratifs (les conseillers d'État n'étant d'ailleurs pas en reste) sont, même malgré eux, considérés comme de petits roitelets que, fréquemment, l'on courtise pour s'attirer leurs bonnes grâces et qu'il est malséant de contredire. Ils n'en sont pas directement responsables : c'est un système dans lequel ils sont parachutés au lendemain d'une élection ; mais certains d'entre eux ont de la peine à garder du recul. La notion (nordique ?) de magistrat au service du public se perd ainsi quelque peu.

Enfin, ce psychodrame est aussi navrant **parce qu'une grande majorité de politiciens et d'élus ont un vrai sens de l'intérêt général** et exercent des fonctions prenantes, exigeantes, et représentant un vrai sacrifice en termes de qualité de vie, sacrifice qui doit être salué et dont il conviendrait d'être reconnaissant.

\*\*\*\*\*

Prenons un autre exemple de dépenses incontrôlées dans un domaine que nous connaissons forcément bien : **la Ville de Genève est le plus important propriétaire d'immeubles locatifs sur son territoire**, immeubles dont la Gérance immobilière municipale (GIM) assume la gestion pour un coût de 50 % à 100 % supérieur à ce que facturerait une régie privée. Est-ce utile ? Est-ce nécessaire ? Cela ne mériterait-il pas, au moins, une analyse comparative sérieuse et objective ? Relevons ici que l'argument du rôle social particulier assuré par la GIM ne tient pas : toutes les régies privées gèrent des immeubles sociaux, qu'il s'agisse de HLM ou HBM, de coopératives, d'immeubles appartenant à des fondations et à d'autres organismes sociaux ou d'utilité publique comme les Rentes Genevoises ou l'Hospice général... C'est dire si des régies privées pourraient aisément assumer des mandats de gestion pour la Ville de Genève, en respectant la finalité sociale voulue, comme cela se pratique pour d'autres propriétaires publics et de nombreuses communes. À quand une mise au concours transparente et loyale de ces mandats de gestion ?

C'était d'ailleurs la suggestion de la Cour des comptes, dans un dossier en quelque sorte parallèle : ayant constaté en 2016 des dysfonctionnements substantiels (2) dans l'organisation et les pratiques du Bureau des Logements et Restaurants Universitaires (deuxième plus important pourvoyeur de

---

<sup>1</sup> Relevons qu'en matière de dysfonctionnement, le Conseil municipal de la Ville de Genève se perd à nouveau dans des détails ridicules lorsqu'il décide d'interdire l'usage de la carte de crédit aux Conseillers administratifs...

<sup>2</sup> Appartements attribués à des étudiants non prioritaires ou ne remplissant pas les critères d'aide, important *turnover* et absentéisme du personnel, entre autres...



logements estudiantins du canton), la Cour des comptes avait préconisé l'étude d'une externalisation de la gestion, suggestion restée à notre connaissance sans suite.

Et puisque la Cour des comptes genevoise se voit mise à l'honneur, mentionnons brièvement qu'à plusieurs reprises, elle a également mis en évidence le manque de clarté des pratiques d'attribution des logements dans plusieurs communes. Le cas le plus polémique concernait une conseillère administrative d'extrême gauche carougeoise ayant bénéficié de l'« *attribution express* » d'un appartement à relativement bas loyer. Relevons que l'intervention d'un prestataire externe, si elle ne dépossède pas le propriétaire de sa compétence du choix du locataire, a généralement le mérite de jouer un rôle de filtre neutre, qui décourage certaines interventions de traverse ou souterraines (c'est sans doute pour cela que certains organismes n'aiment pas voir intervenir un tel prestataire !).

\*\*\*\*\*

Le temps de la digression... La thématique qui aurait pu sous-tendre une bonne partie du contenu de cette lettre, c'est le paradoxe du visible et de l'invisible, de ce qui retient l'attention et de ce qui passe inaperçu, ou encore des incohérences intrigantes ou de la disproportion entre des sujets souvent mineurs qui « *font le buzz* » et ceux qui – pourtant plus importants ou durables – passent relativement inaperçus.

Nous avons consacré l'année dernière une large place à la révolution numérique et aux multiples disruptions qu'elle entraîne – que ce soit au niveau du cerveau et de la psychologie des êtres humains, de la cellule familiale, de l'organisation de la société, de la vie privée... Nous n'allons pas y revenir par le menu : le *train digital* est lancé, à très grande vitesse de surcroît. Nous nous concentrerons cependant sur un point qui nous paraît majeur, les armes de guerre et l'intelligence artificielle. À ce propos, une vidéo de « science-fiction » sur les « abeilles tueuses » (de mini-drones assassins programmés) est à voir absolument (<http://bit.ly/2PxVyeJ>). Cette séquence paraît totalement réaliste et vraisemblable. Et tout à fait glaçante. Elle appelle à des mesures d'interdiction par conventions internationales, comme cela a été le cas pour les mines anti-personnel ou les lasers qui rendaient aveugle. Ce petit film dessine un avenir potentiel très proche de nous. Rappelons que Greenpeace a déjà lancé un drone sur une centrale nucléaire française, cet été 2018, pour illustrer la vulnérabilité de telles installations. La démonstration de Greenpeace (visible ici : <https://lemde.fr/2RUvTcz>) ne nous semble pas avoir retenu une attention proportionnée à son importance.

Voyons maintenant les choses sous l'angle de l'audience comparée : la vidéo sur les abeilles tueuses (robots-tueurs) a été vue 700 000 fois environ sur *Youtube* ; celle sur le drone de Greenpeace a été vue une dizaine de milliers de fois, tandis que des vidéos consacrées à Kim Kardashian totalisent fréquemment entre 10 et 30 millions de vues...

Puisque nous en sommes à évoquer ce qui retient l'attention ou passe inaperçu en plein jour, étonnons-nous quand même de l'impact mondial de l'assassinat d'un journaliste militant politique saoudien dans les locaux de son consulat à Istanbul. Certes, le président turc a fort habilement joué du tambour médiatique, face à de complaisants médias nullement surpris que les autorités turques disposent d'un enregistrement audio de l'assassinat. Mais en « *comparaison* », la guerre au Yémen et son lot de victimes civiles de tout âge, hier, aujourd'hui et demain, ne semblent pas interpellier les consciences... Mentionnons aussi la journaliste ukrainienne Catherine Gandziuk, attaquée à l'acide sulfurique en juillet dernier ; elle est décédée (à 33 ans) après onze opérations et plusieurs mois de souffrances que l'on n'ose imaginer, dans l'indifférence générale.



Aux États-Unis, l'économie « *boome* » (nous y reviendrons ; ce n'est pas si simple) et le président Trump fait mieux, lors des élections de mi-mandat, que son prédécesseur Obama. Aussitôt, la presse parle de sa « *défaite* », largement commentée tant le personnage est (objectivement) clivant. Ne serait-il pas plus intéressant/utile d'analyser et de comprendre pourquoi un personnage si outrancier, unanimement vilipendé par les médias, n'est pas si massivement rejeté par l'électorat ? Pendant ce temps, le Venezuela traverse une crise économique et humanitaire de première importance, le pays s'enfonce dans la misère (1), l'insécurité et la criminalité, dans une quasi-indifférence médiatique (qui a relevé le simulacre grotesque d'attentat par drone, vraisemblablement « fabriqué » par le président Maduro contre lui-même ? – <http://bit.ly/2zggJAQ>). Notre propos ne vise pas ici à prendre parti pour ou contre un système, ni une orientation politique, mais simplement à mettre en évidence une curieuse disproportion entre l'importance accordée par les médias – censés nous informer et nous éclairer, donc procéder à un tri hiérarchique – à un événement plutôt qu'à un autre.

Parmi les nouvelles qui nous semblent être passées relativement inaperçues, mentionnons des manifestations populaires à Téhéran, au cours desquelles les manifestants scandaient « *Mort à la Palestine* » ou « *Quittez la Syrie et pensez à nous* ». Apparemment, la population persane n'est pas unanime à approuver que l'on consacre des ressources considérables à intervenir hors des frontières du pays, que ce soit pour soutenir des mouvements islamistes au Liban ou des régimes alliés en Syrie, alors que l'économie nationale est exsangue. Ailleurs dans le monde, on a un peu entendu parler des troubles au Nicaragua, mais sans que quiconque ne souligne que l'étincelle qui a déclenché la révolte populaire était la timide remise en cause du système local des retraites, ruineux parce que trop généreux. La faillite du dispositif avait été annoncée dès l'an 2000 par une étude de la Banque mondiale pour 2019. Le Brésil (209 millions d'habitants, rappelons-le) est aussi condamné à réformer son système de retraites impossible à financer, avec un âge moyen de départ à la retraite de 55 ans. Le Brésil, doté d'une population relativement jeune, dépense en effet plus pour ses retraites que le Japon, un pays « *vieux* » ; rien que les pensions du secteur public y représentent annuellement 4% du PIB ! C'est aussi une réforme des retraites (désapprouvée par 90 % des citoyens), avec un relèvement progressif de l'âge de départ (de 60 à 65 ans pour les hommes, dans un pays où leur espérance de vie est en moyenne de 67 ans...) qui a écorné ces derniers temps la popularité de Vladimir Poutine en Russie. Ces trois derniers exemples démontrent si besoin est combien la problématique des retraites est un sujet de portée mondiale, pas seulement dans les pays les plus développés. Partout, des promesses sur le long terme et non financées ont été faites : l'heure de vérité se rapproche.

\*\*\*\*\*

Revenons aux affaires économiques. L'économie américaine semble au mieux de sa forme, la croissance est soutenue (il s'agit – avec 113 mois – de la deuxième plus longue période d'expansion économique depuis la Seconde Guerre mondiale !), l'indice de confiance des consommateurs est à son point le plus haut du siècle (2) et le chômage – avec un taux de 3,7% – est au plus bas depuis 1969 (même si l'on connaît les chiffres, le graphique reproduit en fin de cette lettre reste impressionnant).

Il n'en reste pas moins que cette apparente vigueur a quelque chose d'artificiel et de trompeur : si l'on peut saluer l'efficacité avec laquelle l'administration Trump a fait passer sa réforme fiscale

---

<sup>1</sup> Plus de 60 % des Vénézuéliens vivent désormais dans « l'extrême pauvreté », contre 24 % en 2014. L'inflation va battre le record historique de la République de Weimar : 4 % par jour actuellement, 340 000 % (!) annuellement, avec une projection à 1 000 000 % sous peu.

<sup>2</sup> 62 % des consommateurs (c'est plus élevé que lors du dernier pic boursier en 2007) pronostiquent par ailleurs une hausse des marchés boursiers pour les 12 mois à venir ; il sera intéressant d'en reparler dans un an...



concernant les entreprises, celle-ci n'en a pas moins des effets que l'on peut apprécier très diversement. Sous l'angle positif, certes, on saluera le rapatriement par des entreprises américaines de liquidités importantes qu'elles détenaient à l'étranger, mais d'un autre côté, cette mesure fiscale dope de façon excessive une économie qui n'en n'avait pas besoin et contribue à creuser un déficit budgétaire au-delà du colossal (dont tout le monde se moque actuellement – c'est ce que l'on appelle en anglais « *an elephant in the room* » (1)). En outre, les liquidités rapatriées ont surtout servi à financer des rachats, par les entreprises, de leurs propres actions, stimulant les cours boursiers, plutôt qu'à des investissements productifs. Il est vrai qu'en parallèle, l'activité économique de ces derniers mois a également été sur-stimulée par l'entrée en vigueur – annoncée pour janvier 2019 – des droits de douane punitifs instaurés par Donald Trump, principalement à l'égard de la Chine, et qui ont amené nombre d'industries et d'importateurs à anticiper un certain volume de commandes, faisant gonfler les stocks de façon temporaire et artificielle (ce qui se traduira par une décélération corrélée de l'activité économique, au premier semestre 2019, vraisemblablement).

Dans ce contexte proche de la **surchauffe économique**, la Réserve fédérale américaine fait preuve de son indépendance traditionnelle en relevant progressivement les taux d'intérêt, ce qui pourrait bien avoir des conséquences allant au-delà de ce qui est souhaité. Rappelons en effet qu'en règle générale, le but de la « Fed » est toujours d'éviter les ruptures et les changements de cycle brutaux, mais que, dans la pratique, il est rare qu'elle y parvienne (sur les treize périodes de resserrement monétaire depuis 1945, douze se sont conclues par des récessions et une seule – au milieu des années 90 – a été suivie d'un atterrissage en douceur).

De plus, les États-Unis vivent actuellement la deuxième plus longue période d'expansion économique de leur histoire et il est malheureusement dans l'ordre des choses qu'un retournement se produise tôt ou tard, surtout lorsque la croissance repose sur des bases aussi fragiles : vu l'augmentation constante de l'endettement aux États-Unis (endettement privé aussi bien que public (2)), on peut en effet considérer que la croissance est financée à crédit, ce qui n'est ni sain ni durable. Le robuste sentiment de confiance des consommateurs et des autres agents économiques repose par ailleurs sur une sensation de richesse également fragile, puisque celle-ci est principalement le reflet de l'évaluation historiquement très élevée des marchés boursiers et de l'immobilier résidentiel (graphiques en annexe).

La situation **du marché immobilier aux États-Unis** mérite en effet un petit développement spécifique : les prix des maisons ont à nouveau atteint un certain niveau d'« exubérance », puisqu'ils se sont appréciés de façon continue depuis 2011 pour revenir actuellement à l'équivalent du point le plus haut enregistré ce siècle, soit le pic de 2006-2007, juste avant la chute corrélée à la grande crise financière de 2008. C'est donc dans un contexte tendu qu'intervient une hausse sensible des taux hypothécaires, qui semble de nature à casser la dynamique du marché : ces derniers mois, les transactions sont en baisse, les permis de construire aussi, les demandes de crédit hypothécaire également. À suivre... il n'est vraiment pas certain que l'atterrissage se fasse en douceur.

\*\*\*\*\*

---

<sup>1</sup> Le visible invisible à nouveau : un chroniqueur économique a comptabilisé le nombre de fois que les termes « *inflation* » et « *déficit budgétaire* » ont été mentionnés sur Bloomberg TV pendant une récente période de 12 mois : 2 200 mentions de l'inflation et 25 mentions à peine pour le déficit budgétaire. C'est dire à quel point le deuxième sujet – pourtant massif – ne préoccupe personne... pour l'instant (source Ben W. Hunt/Epsilon Theory).

<sup>2</sup> La dette publique US est passée de 60 % du PIB en 2005 à 105 % en 2018 et la progression se poursuit à un rythme constant, que l'on peut trouver affolant.



Sur le plan international, les premiers craquements se font entendre dans certains pays émergents de première importance, pour une raison très simple et très « mécanique » : les taux d'intérêt en dollars sont restés très bas pendant plusieurs années et nombre de pays émergents ont été tentés de s'endetter en dollar US, lequel reste par ailleurs la monnaie de référence du commerce international... Sauf que les taux d'intérêt en monnaie américaine affichant désormais une hausse, le dollar se retrouve en hausse également, ce qui renchérit considérablement à la fois le service de la dette et le montant nominal à rembourser pour des pays comme la Turquie, l'Argentine, l'Indonésie... Pour l'instant, ces pays gagnent du temps, mais c'est l'endroit de rappeler que, lorsqu'une dette n'est pas soutenable, elle finit tôt ou tard par être effacée, car elle ne peut plus être remboursée. Ce qui nous amène assez naturellement à la Chine, colosse aux pieds d'argile, dont personne ne peut mesurer le degré de fragilité, même si beaucoup d'observateurs en sont conscients tout en espérant, comme toujours, que « *cela va tenir* ». Là également, une correction brutale semble tôt ou tard inévitable : une économie planifiée et centralisée de façon autoritaire entraîne des allocations massives et erronées/inefficientes d'investissements et de ressources, là où un système plus libéral permet de façon naturelle et progressive une multitude d'autocorrections. La Chine a vu sa dette croître extrêmement vite d'une part (l'endettement en dollars des entreprises est par exemple passé de quasiment zéro en 2009 à 450 milliards de USD récemment ; la dette des ménages a triplé depuis 2008 et alimenté une spéculation immobilière effrénée : 90 % des Chinois sont désormais propriétaires contre moins de 10 % il y a 20 ans). D'autre part, la dette s'avère en bonne partie hors de contrôle (discrètement logée dans des structures para-bancaires), et enfin « *demographics is destiny* » (nous renonçons à mentionner l'auteur de cette affirmation, car comme le succès, cette phrase a plusieurs pères...) : la Chine a une structure démographique beaucoup plus préoccupante et défavorable que les États-Unis, par exemple, si l'on se place à un horizon de vingt ans, en ce sens que le pays va vieillir brutalement, d'un coup (c'est la suite logique de la politique de *l'enfant unique* menée pendant des décennies), et on peut en quelque sorte dire que la Chine vieillira avant d'avoir été riche (son PIB global la place en deuxième position mondiale, mais le PIB par habitant reste une fraction (1) du PIB par habitant des États-Unis).

Venons-en à l'Europe, grand corps malade de sa bureaucratie (2), de sa gouvernance faible et peu homogène et, à nouveau, de son endettement assez calamiteux. Rappelons que la Grèce n'est que stabilisée, pas guérie (répétons-le : les dettes qui ne peuvent pas être payées ne le seront pas, et il faudra bien un jour aller au-delà de « *extend and pretend* » ; en d'autres termes, au-delà du renouvellement de façade de prêts qui ne pourront jamais être remboursés), mais derrière la Grèce se profile l'Italie, un pays qui cumule les handicaps : des infrastructures d'un autre âge (l'écroulement du pont de Gênes l'a, enfin, mis en évidence de façon malheureusement dramatique), une population vieillissante (la deuxième plus âgée du monde !) et décroissante, une bureaucratie ruineuse et étouffante, une dette (la deuxième plus élevée dans l'UE en proportion du PIB après la Grèce (3)) qui, elle aussi, ne pourra en finalité pas être honorée.

En résumé, les problèmes sont à peu près partout les mêmes (sauf en Afrique sans doute) : un vieillissement démographique qui pèse sur la croissance et l'endettement, des plans de retraite aux allures de promesses creuses – irréalistes et non finançables, ce qui nécessitera tôt ou tard une grande remise à plat sans nul doute douloureuse. Nombre de personnes et d'entités vont devoir renoncer à des créances en quelque sorte déjà virtuelles ; mais perdre le bénéfice d'une illusion, n'est-ce pas d'une certaine façon un appauvrissement effectif ?

\*\*\*\*\*

---

<sup>1</sup> Entre 15 % et 30 % à peine, selon que l'on corrige ou non en fonction du pouvoir d'achat.

<sup>2</sup> Ne parlons même pas des fonctionnaires : la France par exemple compte 600 000 **élus** !

<sup>3</sup> La dette moyenne dans l'Union européenne est à 86 % du PIB, l'Italie est à 133 % et la Grèce à 180 %.



Dans cet environnement international où tout, en apparence, semble plus ou moins sous contrôle (sur le plan économique en tout cas, car sur le plan géopolitique, c'est clairement une autre histoire), **la Suisse** semble profiter, elle aussi, de **conditions macroéconomiques plus que favorables**. Une bonne croissance économique (1), des taux d'intérêt bas, et – cela n'est pas une illusion ! – une maîtrise remarquable de ses finances publiques, puisque la Confédération annonce un nouvel excédent record (2,3 milliards) de son budget pour l'année 2018. Le risque principal pour la Suisse est connu ; il est bien concret : si des turbulences ou une crise importante apparaissent, que ce soit au niveau des pays émergents ou dans l'Union européenne par exemple, le cours du franc suisse devrait logiquement et rapidement repartir à la hausse, avec les effets négatifs que l'on connaît pour nos activités d'exportation. Ce scénario est vraisemblable (c'est aussi, d'une certaine façon, le prix à payer pour une gestion vertueuse du budget public dans un monde où le recours à l'endettement est la règle), mais il est impossible, évidemment, de savoir si un tel événement se produira en 2019 déjà, ou en 2020-2021 : l'élastique peut se tendre longtemps avant de rompre.

Quant au **marché immobilier**, l'élément le plus marquant sur le **plan national** est certainement la production importante de logements locatifs, qui entraîne une hausse substantielle du taux de vacance moyen en Suisse (il est important de souligner combien ce taux de vacance est différencié suivant les régions, avec des extrêmes allant du simple au triple : 0,53% à Genève ; 1,08 % dans le canton de Vaud ; 2,37 % en Valais et 1,62 % en moyenne suisse). La (sur) production est évidemment stimulée par des taux d'intérêt toujours extrêmement bas : les taux hypothécaires à 10 ans s'affichaient à 3,18 % en janvier 2010 et à 1,42 % en octobre 2018 (ce taux à 10 ans est passé une première fois sous la barre de 2 % en décembre 2011, pour remonter quelque temps, puis redescendre durablement sous cette barre de 2% en mai 2014). Heureusement, le durcissement des conditions de crédit ces dernières années aura contribué à écarter le risque de bulle dans ce marché, ce dont témoigne aussi le fait que la Suisse ne figure, sur le plan mondial, ni parmi les marchés les plus surévalués, ni parmi ceux ayant connu la plus forte augmentation des prix ces cinq dernières années. Il n'en reste pas moins que dans certaines régions, il faudra du temps pour placer le stock de logements à louer vacants.

D'une façon générale, **la situation du canton de Genève** est en apparence tout à fait enviable : la croissance est soutenue, même supérieure à la Suisse dans son ensemble (croissance estimée du PIB de 3,1 % à Genève en 2018, contre 2,7 % pour la Suisse), ce qui n'empêche cependant pas le taux de chômage d'y être plus élevé (4,3 % en moyenne à Genève contre 2,4% en moyenne suisse). Néanmoins, le chômage régresse aussi à Genève: de 5,5 % en moyenne en 2016 à 4,3 % aujourd'hui, donc. On le sait, Genève bénéficie aussi de son secteur international, dans lequel l'emploi est également en hausse: celui-ci représente désormais plus de 30 000 postes de travail sur un total estimé d'emplois de quelque 330 000 au total pour le canton); en d'autres termes, 10 % des emplois sont générés par le secteur international (qui comprend les organisations internationales proprement dites, mais aussi les ONG).

À noter également que ces 34 organisations internationales « genevoises » dépensent annuellement 3,2 milliards en Suisse, ce qui n'est pas rien ! Autre indication intéressante quant à la structure des emplois : on le sait, le territoire cantonal est exigu et 29 % de nos emplois sont occupés par des résidents en France, et 8 % par des résidents en Suisse à l'extérieur du canton (2). Seuls 63 % des employés résident donc sur le territoire cantonal. La masse salariale est un indicateur fiable et

---

<sup>1</sup> Avec néanmoins un surprenant retournement au 3<sup>e</sup> trimestre : une contraction soudaine dont on ne peut dire à ce stade si elle annonce un changement durable de tendance.

<sup>2</sup> Il est intéressant de noter aussi un autre indicateur de l'impact de l'économie genevoise sur les régions françaises voisines : alors que le taux de chômage en France en moyenne nationale se situe à 9,1 %, ce taux s'affiche à 6,5 % en Haute-Savoie et 6,3 % dans l'Ain.





« *direct* » de l'activité économique : 2018 est la première année depuis 2013 où il n'y ait pas un seul trimestre négatif ; autre vision, la croissance de la masse salariale totale est positive à chaque trimestre (aussi bien en termes nominaux que réels), depuis le troisième trimestre 2017.

L'hôtellerie genevoise a affiché un nouveau record, avec une croissance des nuitées de 4,6 % entre le premier semestre 2017 et le premier semestre 2018, pour un total de 1 533 000 nuitées (1) (à mettre en rapport avec une population du canton de quelque 500 000 personnes). Le nombre de passagers à l'aéroport est en hausse également soutenue (+5 % en 2016 et 2017, et toujours en hausse en 2018 avec une moyenne de 1 500 000 passagers par mois !). Sur le plan démographique, la croissance se poursuit également, si bien que le canton a donc franchi en 2018 le cap des 500 000 habitants, qui se composent de 300 000 Suisses et 200 000 étrangers (une proportion tout à fait atypique, qui contribue à la spécificité de Genève).

De façon assez logique, mécanique, cette croissance soutenue a entraîné une bonne surprise sur le plan des recettes fiscales prévisibles pour l'État en 2018, ce qui a immédiatement amené les autorités concernées à lâcher du lest dans l'effort – d'ailleurs tout relatif – de maîtrise des dépenses, en rétablissant certaines dépenses salariales suspendues ; c'est dire que Genève continue à vivre en dessus de ses moyens, sans prise de conscience qu'un effort prioritaire devrait être mis sur le remboursement de la dette (n'oublions pas le trou abyssal de la caisse de pension étatique, la CPEG), une dette particulièrement élevée en comparaison intercantonale.

Voilà qui nous amène assez naturellement à la question, particulièrement importante à Genève, de la fiscalité. Cette question est essentielle, parce que Genève est le canton le plus « taxateur » de Suisse, celui qui prélève la substance la plus importante de son économie et de ses contribuables ; et bien sûr aussi parce que l'équilibre des finances publiques y est plus précaire que partout ailleurs en Suisse, en raison d'une incapacité chronique à contenir les dépenses et d'une dépendance excessive à l'égard d'une poignée de riches contribuables. Dans ce contexte fragile, il était en effet toujours « *connu* » que la taxation s'avérait très progressive et qu'une très petite minorité de riches contribuables (il ne s'agit pas de les plaindre, seulement d'énoncer un fait) assurait une part proportionnellement très importante des recettes totales ; de même, il était « *connu* », mais de façon empirique ou intuitive, que les départs de riches contribuables s'accéléraient sans doute ces dernières années, et n'étaient vraisemblablement pas compensés par des arrivées de même importance.

Il était néanmoins impossible d'obtenir des données à ce sujet, tant il était sensible et la réticence des autorités à communiquer à ce propos patente. L'information est finalement sortie, en provenance du Département cantonal des finances, et l'on peut résumer ces chiffres comme suit: Genève compte quelque 300 « *gros* » contribuables, c'est-à-dire des contribuables payant un total annuel d'impôts supérieur à 1 million de francs (ce chiffre de 300 contribuables est à mettre en relation avec un nombre total de contribuables de quelque 300'000). Ces presque 300 (le chiffre est légèrement inférieur à 300) « *gros contribuables* » financent en moyenne 20 % des recettes totales cantonales de l'impôt sur le revenu et sur la fortune (2).

Et alors que les autorités cantonales avaient toujours nié une perte d'attractivité de Genève, ou encore qu'il existât un mouvement de départ de gros contribuables, les chiffres enfin révélés disent le contraire: sur la période 2010 à 2018, Genève a enregistré **69 départs et 34 arrivées de gros contribuables**, donc une perte nette de 35 contribuables (on peut d'ailleurs supputer que les

---

<sup>1</sup> Apparemment, la suppression des Fêtes de Genève n'a pas eu d'impact perceptible, en tout cas pour l'instant.

<sup>2</sup> 300 contribuables pour un montant de 600 millions de francs de recettes sur un total de quelque 3 milliards contribués par les personnes physiques (chiffres 2016).



contribuables disparus payaient en moyenne une contribution annuelle supérieure à ceux qui sont arrivés, si bien que la perte effective est supérieure à une moyenne proportionnelle). Quoi qu'il en soit, c'est incontestablement plus de 10 % des gros contribuables qui ont été perdus en moins d'une décennie, chiffre très substantiel qui devrait faire débat !

Il ne s'agit pas ici de remettre en cause des principes de solidarité, ni de « *faire des cadeaux aux riches* », mais simplement de veiller à une politique fiscale réaliste et raisonnable, permettant de maintenir l'attractivité de Genève, de financer son train de vie élevé et sa politique sociale. À noter que c'est de façon fallacieuse que le « *bouclier fiscal* » (qui plafonne à 60 % du revenu imposable les impôts communaux et cantonaux), est présenté comme un « *cadeau aux riches* », alors qu'il s'agit simplement d'éviter une taxation confiscatoire qui pourrait dans certains cas concrets dépasser les 100 % du revenu imposable ! Aujourd'hui, même avec le bouclier fiscal, certains contribuables sont amenés à verser à l'État sous toutes ses formes plus de 80 % de leur revenu imposable si l'on inclut l'AVS, l'impôt fédéral direct et l'impôt immobilier complémentaire. Une réalité qui n'est sans doute pas assez connue, même des élus qui débattent des budgets publics.

Pour clore ce volet fiscal, rappelons simplement qu'il est essentiel pour Genève de faire aboutir en 2019 sa réforme de la fiscalité des entreprises, après un premier échec. La République et canton vit en effet dans un régime fiscal provisoire/incertain, avec un taux d'imposition du bénéfice élevé (24 %) en comparaison du canton de Vaud voisin, qui appliquera dès le 1<sup>er</sup> janvier 2019 un taux ramené à 13,79 %.

Dans ce contexte, l'augmentation proposée – de 20 % tout de même (1) – des valeurs immobilières fiscales (2) n'est pas, pour le dire avec retenue, une décision très adroite. Et c'est une mesure qui semble teintée de cynisme : comme en France, on s'attaque aux contribuables captifs (mais le Gouvernement Macron a été plus habile, car s'il a maintenu la taxation des valeurs immobilières, il a supprimé pour le reste l'impôt sur la fortune, si bien que la France est aujourd'hui fiscalement plus attractive que Genève pour les contribuables aisés). Cette mesure de fiscalité immobilière, très ponctuelle et ciblée, envoie un mauvais signal à une catégorie de contribuables dont la taxation augmente de toute façon d'ores et déjà sans cesse, en raison de la baisse des taux d'intérêt qui accroît mécaniquement, « *sur le papier* », les valeurs immobilières fiscalement prises en compte.

La **situation du marché immobilier à Genève** ne nécessite pas de long développement : l'activité générale continue à être soutenue par les taux d'intérêt extrêmement (et anormalement) bas, la croissance démographique et la bonne conjoncture économique. Néanmoins, la situation est un peu moins favorable en ce qui concerne les surfaces de vente (ce que l'on nomme à Genève les « *arcades* »), en raison des difficultés spécifiques du commerce de détail (3) ; les prix de location se maintiennent, mais les « *pas de porte* » ont tendance à disparaître ou à être sérieusement revus à la baisse, ce qui n'est pas une mauvaise chose.

Mentionnons également, en ce qui concerne l'augmentation des arcades vacantes, l'effet « *grippant* » des PUS (Plans d'utilisation du sol) de la Ville de Genève, une typiquement « *fausse bonne idée* » réglementaire votée par le Conseil municipal, il y a déjà passablement de temps, dans

---

<sup>1</sup> Le Parlement cantonal a ramené cette hausse, dans son vote du 22 novembre, à 7 %.

<sup>2</sup> Deux autres volets de réévaluation de la fiscalité immobilière concernent respectivement l'indexation de 4,7 % de la valeur locative (un impôt – fédéral il est vrai – conceptuellement loufoque soit dit en passant puisqu'il consiste à imposer un revenu locatif fictif du propriétaire qui habite son logement), et une augmentation de la valeur des immeubles locatifs par une baisse du taux de capitalisation déterminant.

<sup>3</sup> Le chiffre de 22 000 m<sup>2</sup> de magasins vacants en 2018 représente une hausse de 21 % par rapport à l'année 2015 par exemple. La situation se relativise toutefois sous l'angle du taux de vacance : celui-ci se situe désormais à 1,5 % ce qui reste modeste...



le cadre d'une « *pulsion émotionnelle* » – même si l'élément déclencheur constituait en soi un vrai problème. Rappelons les faits : un certain nombre de personnes (pas seulement de gauche) s'étaient émues, voici déjà longtemps de cela, de la disparition de quelques établissements publics mythiques du centre-ville : le bar à café Cristallina à la rue du Rhône en particulier ; il pesait également une menace sur le restaurant le Relais de l'Entrecôte toujours à la rue du Rhône.

De ces deux cas isolés, certains avaient déduit que les établissements publics dans leur ensemble étaient menacés et voués à être assez systématiquement « *remplacés par des magasins de luxe* ». Cela a mené la Ville à introduire les Plans d'utilisation du sol (PUS), qui poursuivent un objectif certes louable (maintenir l'activité et l'animation des rues, en particulier dans le centre-ville), mais moyennant une réglementation extrêmement rigide, qui fige les affectations de façon excessive. Prenons un exemple simple : un café-restaurant ne peut être remplacé que... par un café-restaurant. Or Genève souffre déjà de surcapacité dans ce domaine et la réglementation des PUS a pour effet que le nombre de cafés-restaurants est voué à augmenter inexorablement, en accroissant d'autant plus les difficultés de ce secteur. Pour les propriétaires, il en résulte un manque de souplesse dans le choix des candidats locataires pour leurs arcades, sans égard à la situation spécifique de celles-ci. Sans remettre en cause la réglementation des PUS et le but respectable de maintenir la vie et l'attractivité des quartiers, il apparaît évidemment souhaitable d'introduire un peu de souplesse et à tout le moins un régime de dérogation laissant une certaine marge d'appréciation à l'autorité d'application.

On a par ailleurs passablement parlé de l'augmentation importante des **surfaces de bureaux** (un quotidien ne titrait-il pas récemment « *Bureaux vacants : alerte !* » ? On le sait, les titres alarmistes augmentent les chances de retenir l'attention). Il est vrai que la surface totale annoncée comme vacante est à la fois importante et en hausse sensible, avec un chiffre de 226 000 mètres carrés en 2018. Et pourtant, la réalité sur le terrain est beaucoup plus nuancée : la demande, au centre-ville notamment, demeure soutenue (il est par exemple difficile d'y trouver une surface disponible de plus de 1 000 m<sup>2</sup> et les prix constatés sont légèrement en hausse). D'autre part, le taux de vacance genevois se situe à 4,86 %, ce qui correspond à la « norme » pour des villes comme Paris (6,5 %) et Londres (4,5 %). Mentionnons également que des projets neufs bien conçus se louent même à plus de 50 % avant le démarrage du chantier (comme c'est le cas à Pont-Rouge par exemple). C'est dire que le marché est loin d'être atone, selon notre perception du terrain ; en d'autres termes, l'augmentation du stock procède d'une production actuellement soutenue (ce qui ne durera pas éternellement), qui rencontre une demande elle aussi plutôt dynamique. Soulignons encore qu'un taux de vacance à 5 % est préférable à un taux de vacance de 1 %, car un certain niveau d'offre est indispensable pour permettre aux entreprises d'ores et déjà installées à Genève d'évoluer et de se développer en bénéficiant de la fluidité et la flexibilité nécessaires.

Relevons enfin (nous l'avions déjà fait il y a quelques années, alors que l'offre était insuffisante et le marché en plein *boom*) qu'une offre insuffisante ne permet pas d'être attractif et compétitif pour accueillir de nouvelles entreprises. En résumé, le niveau actuel du stock ne permet pas une comparaison avec les années 1990 et leur environnement de récession marquée, qui provoquait alors une notable contraction de la demande, nullement constatée aujourd'hui.

Pour le reste, si les transactions immobilières sont annoncées en baisse (-19 % en nombre et -15 % en volume) au troisième trimestre 2018 par rapport au troisième trimestre 2017, c'est en bonne partie en raison d'une baisse prononcée du nombre de transactions d'appartements en PPE, et cela en raison d'un manque d'offre (la priorité est mise actuellement plutôt sur la production d'immeubles locatifs, en partie pour des raisons politiques). Le taux de vacance des logements à louer reste faible (0,53 % au 1<sup>er</sup> juin) surtout en comparaison avec la moyenne suisse (1,6 %), mais ce taux de vacance faible est néanmoins en hausse lente et constante depuis 2010 (où il s'établissait



à 0.23 %). Pour l'intérêt historique, rappelons que le dernier pic significatif de logements vacants à Genève remonte à 1994, avec un taux de 1,66 %.

En parallèle néanmoins, la hausse moyenne des loyers (principalement due à l'effet de rattrapage en cas de changement de locataire) est faible et nettement ralentie, ce qui témoigne d'un rééquilibrage entre l'offre (plus abondante) et la demande. Cela se traduit aussi par une baisse assez prononcée, ces dernières années, sur les loyers élevés en cas de relocation. Cette tendance est enfin confirmée par une augmentation sensible de la durée moyenne de relocation en cas de changement de locataire. La proportion de logements reloués avec une baisse de loyer par rapport au loyer précédent s'accroît. Notons enfin que la production de nouveaux logements à Genève se situe à un niveau historiquement élevé (+ 2225 logements pour les trois premiers trimestres 2018) ; il en va de même des mises en chantier; cela devrait donc contribuer à la baisse tendancielle des loyers (hors effet de rattrapage pour les loyers anciens).

\*\*\*\*\*

En ce qui concerne notre société, nous nous limiterons à quelques informations clefs.

Nous sommes fiers cette année de fêter le 30<sup>e</sup> anniversaire de l'association entre la Société Privée de Gérance, à Genève, et Rytz & Cie SA, à Nyon et Lausanne. Cette union a en effet pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 1988. Elle a permis aux deux entités de se développer de façon harmonieuse et régulière ; elle a aussi montré la solidité de nos valeurs humaines, dans la mesure où les équipes dirigeantes en fonction à l'époque sont aujourd'hui encore en place et collaborent de façon sereine (Yves Rytz et Gérard Morand, en qualité d'administrateurs de Rytz & Cie SA, et le soussigné de gauche en qualité d'administrateur délégué de la SPG et d'administrateur de Rytz & Cie SA). Pour nous, c'est l'illustration d'un principe essentiel : une acquisition ou une fusion d'entreprises ne doit pas être un acte de conquête ou de destruction, mais bien une union faite d'un esprit de respect et de collaboration. Nous sommes fiers d'en avoir fait la démonstration tangible. C'est d'ailleurs dans le même esprit que s'était déroulée en son temps la reprise des régies Unger & Gonseth, puis Souvairan, dont les patrons respectifs avaient maintenu un bureau dans nos locaux jusqu'à un âge avancé, bien au-delà de celui de la retraite.

Finalement et dans le même esprit, nous sommes heureux de rappeler périodiquement notre identité d'entreprise familiale, ce qui s'illustre concrètement par l'intégration, dans l'équipe de direction du groupe SPG-Rytz, de Marie Barbier-Mueller, représentante de la troisième génération et petite-fille du fondateur de la Société Privée de Gérance, Jean Paul Barbier-Mueller. Nous n'allons pas détailler ici le curriculum vitae de Marie Barbier-Mueller (disponible le cas échéant sur notre site Internet), mais simplement relater rapidement que son parcours de formation s'est accompli en bonne partie à l'étranger, puis à Zurich dans le secteur immobilier, et qu'elle est aujourd'hui responsable, au sein du groupe SPG, plus particulièrement de la stratégie et notamment des systèmes d'information – donc de la digitalisation des outils et processus –, de la communication et du développement durable, tout en secondant/se formant auprès de son père, Thierry Barbier-Mueller.

C'est aussi l'occasion de souligner que la problématique de la juste représentation des femmes dans l'équipe de direction n'était déjà plus d'actualité avant son arrivée : l'équipe de direction exécutive se composait en effet, de longue date, d'une parité complète entre hommes et femmes, et depuis l'intégration de Marie Barbier-Mueller, les femmes sont désormais majoritaires (mais encore une fois, pour nous, cette problématique n'est pas un thème en soi : seules les compétences doivent entrer en considération pour l'attribution d'une fonction ou de responsabilités).



Et puis, parce que la vie en général, mais aussi la vie d'une entreprise et ses projets, ce sont une diversité de « *grandes choses* » et d'accomplissements plus modestes au niveau du quotidien, nous aimerions mentionner brièvement le *Watt d'Or*, un prix qui nous a été décerné cette année par l'Office fédéral de l'énergie, en reconnaissance de nos mesures d'efficacité dans la gestion des chaufferies d'immeubles ; nous attachons en effet une grande importance à ce que nous entreprenons, année après année, dans les domaines environnemental et énergétique.

Nous concluons en vous adressant, à vous et à vos proches, nos meilleurs vœux pour de belles fêtes de fin d'année.

## SOCIÉTÉ PRIVÉE DE GÉRANCE

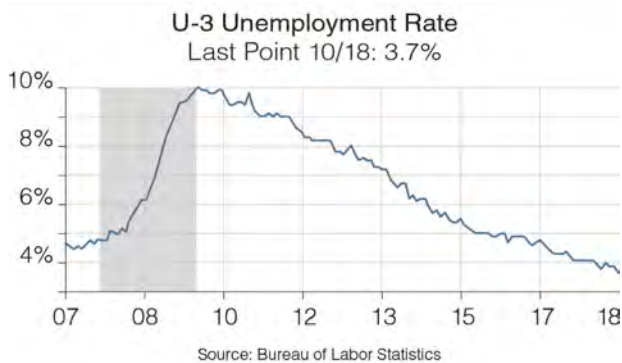
T. Barbier-Mueller  
Administrateur délégué

M. Barbier-Mueller  
Attachée à la Direction générale

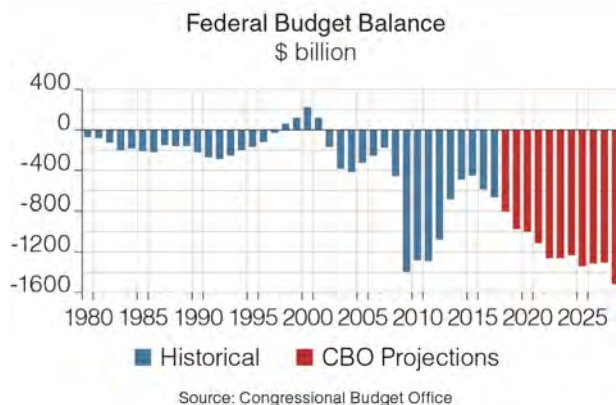
P.S. : Certains de nos lecteurs n'aiment pas les graphiques, d'autres les apprécient, mais n'aiment pas qu'ils interrompent ou perturbent la fluidité de la lecture du texte. Nous avons donc regroupé un certain nombre de graphiques ci-après, en flot continu, avec chaque fois un bref commentaire. Cela devrait satisfaire nos différentes catégories de lecteurs, y compris ceux qui n'y trouvent pas d'intérêt et qui pourront donc sauter cette partie d'une seule enjambée.

P.P.S. : L'année passée, nous avons reçu un nombre assez substantiel de commentaires et retours de nos lecteurs. Cela nous a fait (très) plaisir et nous a aussi permis, concrètement, d'introduire quelques évolutions dans notre formule. N'hésitez donc pas à nous écrire à l'adresse e-mail suivante : [direction@spg.ch](mailto:direction@spg.ch) !

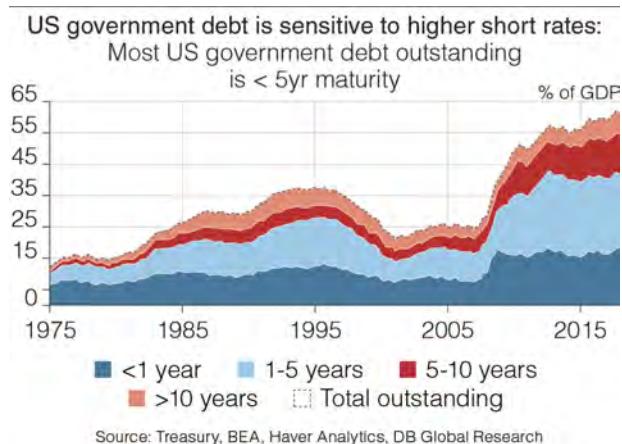
**Annexes mentionnées.**



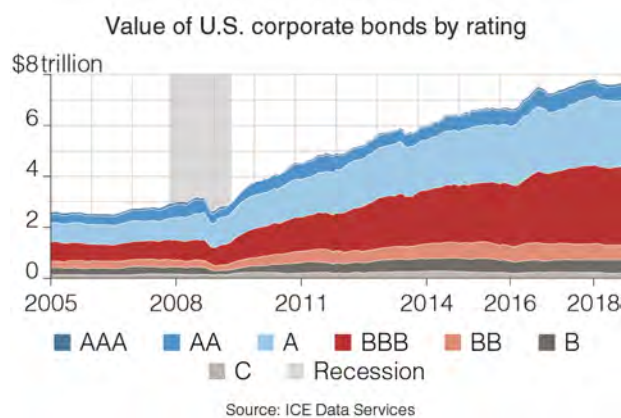
**01.** La dégrue spectaculaire du chômage aux USA depuis la grande crise de 2008...



**02.** Un déficit budgétaire US hors de tout contrôle.



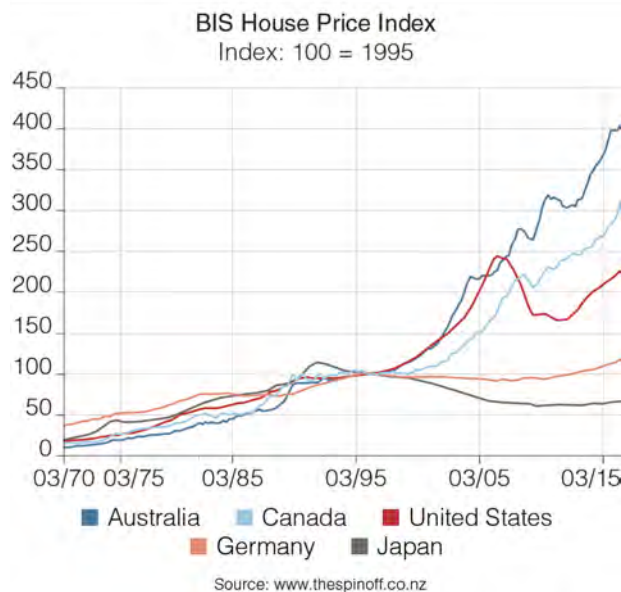
**03.** Non seulement le Gouvernement américain s'endette massivement, mais une grande partie de cette dette est financée à relativement court terme (5 ans et moins) et sera impactée par la hausse des taux d'intérêts.



**04.** Les taux d'intérêts bas ont aussi incité les entreprises américaines à s'endetter massivement. De plus, cette dette n'est, à l'heure actuelle déjà, pas de très bonne qualité, à voir l'importance de la part des obligations ayant une notation inférieure à « A ».



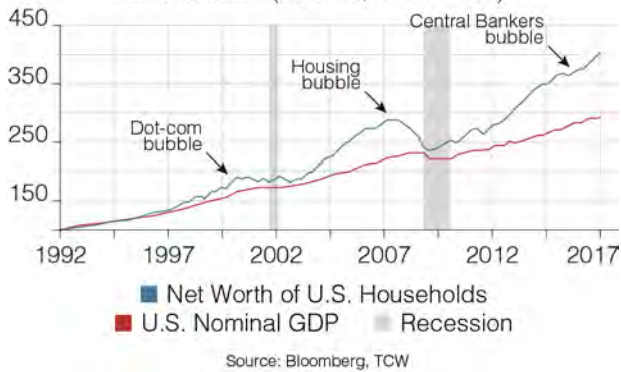
**05.** Immobilier résidentiel US : entrée dans une zone de danger ?



**06.** Si le marché immobilier résidentiel US peut sembler fragile puisqu'il a retrouvé le sommet atteint avant la crise de 2008, la situation de surchauffe est encore bien plus spectaculaire et préoccupante en Australie ou au Canada...

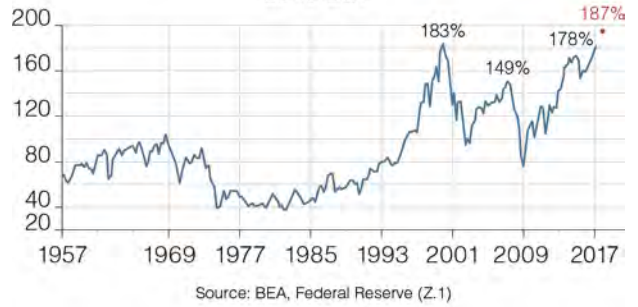


### Wealth Economy Has Decoupled From Income Economy Growth Index (Dec. 31, 1991 = 100)



07. La progression de la valeur des actifs et de la richesse des ménages doit en principe suivre la courbe de la croissance économique ; lorsqu'il y a un découplage, cela correspond généralement à une bulle qui doit se dégonfler tôt ou tard...

### Domestic Stock Market Cap as % GDP



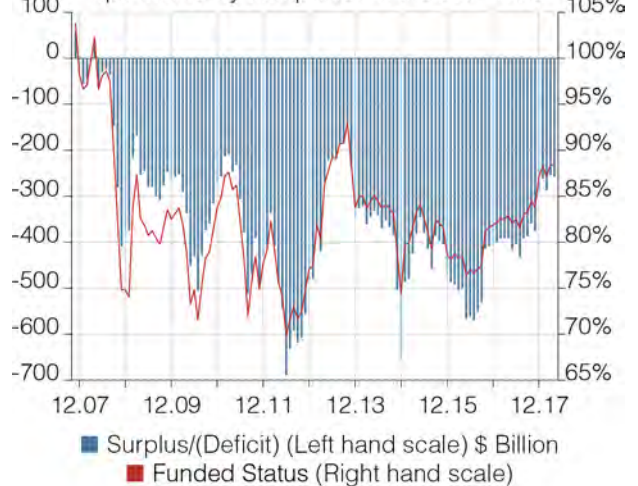
08. Un indice de vraisemblable surévaluation : la capitalisation boursière totale se situe à un niveau historique très élevé et sensiblement décorrélé du PIB.

Bull Markets			
	# of Months	% Gain	Subsequent Drop
1990-2000	117	473%	-49%
Present	103	277%	??
1921-1929	97	396%	-86%
1949-1956	70	249%	-22%
1982-1987	60	201%	-34%
2002-2007	60	105%	-57%
1932-1937	56	266%	-60%
Average	76	291%	-51%

Source: MacroMavens

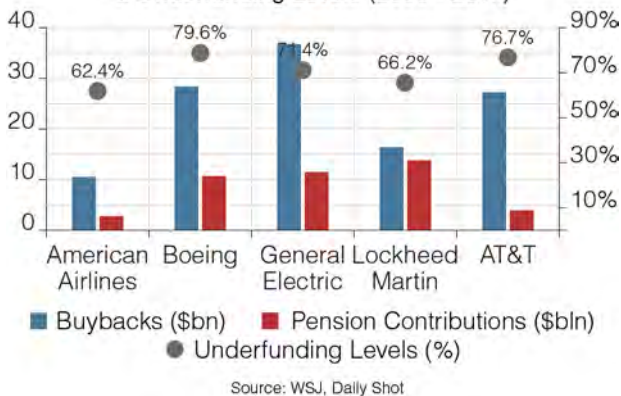
09. Un autre indice de possible fin de cycle : la croissance boursière actuelle est la deuxième plus longue des 100 dernières années ; il est aussi intéressant de consulter (colonne tout à droite) le pourcentage de baisse des marchés boursiers en fin de cycle, après les différentes phases de hausse.

### Estimated aggregate surplus/(deficit) position and the funded status of all plans sponsored by companies in the S&P 1500



10. Financement des retraites aux États-Unis : persistance de taux de sous-couverture très importants dans les caisses de pension des entreprises du S&P 1500...

### Buybacks vs Pension Contributions & Underfunding Levels (2009 - 2017)



11. À travers l'exemple de cinq très grandes entreprises américaines, on voit l'importance des liquidités affectées depuis 2009 à respectivement rembourser leurs actionnaires par des rachats d'actions (en bleu), ou à financer des contributions à leurs caisses de pension (en rouge). Et c'est assez choquant : une moyenne de 20 milliards de dollars a été consacrée à des rachats d'actions, contre une moyenne de quelque 8 milliards de dollars consacrés au financement des caisses de retraite, alors même que celles-ci sont en sous-couverture dans des proportions de 62 % à 79 % (points gris). Le conflit d'intérêts est d'ailleurs patent si on se rappelle que les organes (conseil d'administration et haute direction) de ces entreprises bénéficient en règle générale directement de la hausse du cours des actions induite par les opérations de rachat d'actions.

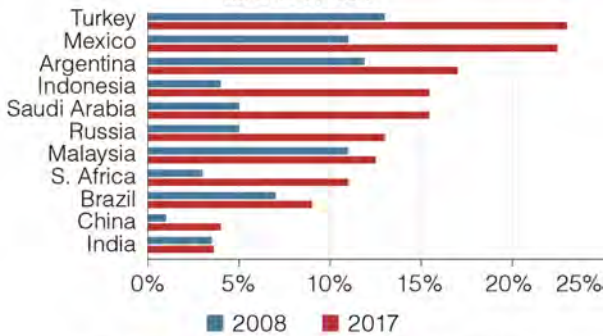
### Shareholders are getting more of company revenues Percent of revenues



12. Ce graphique illustre une autre dimension de la même problématique : les liquidités des entreprises cotées en Bourse (S&P 500 dans ce cas) ont été consacrées de façon prépondérante à des versements aux actionnaires, plus qu'à des investissements productifs...



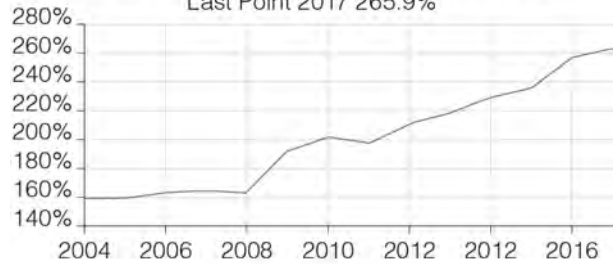
**Emerging Market Exposure tu U.S. Dollar Appreciation**  
US\$-denominated credit to nonbank borrowers  
as a % of GDP



Source: NBF Economics and Strategy, Bank for Int'l Settlements and International Monetary Fund

**13.** Presque toutes les économies émergentes ont très sensiblement augmenté leur dette libellée en dollars, amplifiant leur vulnérabilité en cas de hausse de cette monnaie et des taux d'intérêts liés.

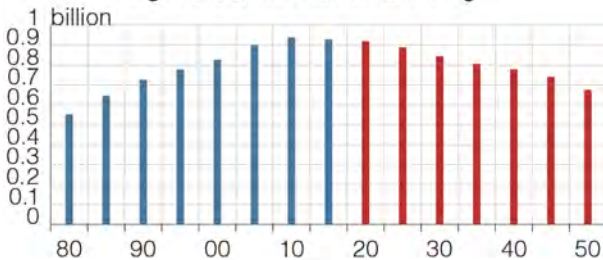
**Chinese Total Debt as a Share of GDP includes corporate, household, government and bank debt**  
Last Point 2017 265.9%



Source: Bloomberg

**14.** Croissance soutenue de la dette chinoise (estimée)...

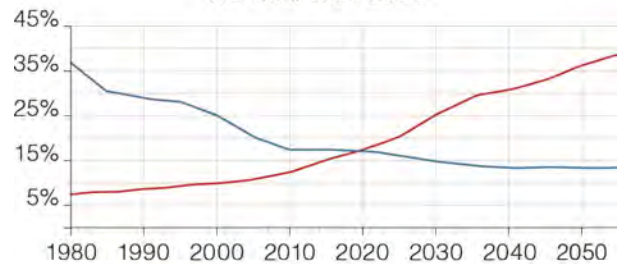
**China's working age population, age 15-59, has started shrinking**



Source: UN WPP 2015

**15.** Ces deux graphiques illustrent bien, d'une part, l'amorce de diminution du nombre d'actifs en Chine (ceux qui génèrent l'activité économique et financent les retraites), et l'augmentation rapide du nombre de retraités. Le deuxième graphique (n°16) montre que le croisement des courbes a lieu actuellement, et selon un angle bien prononcé....

**China's Demographic Reversal 1980-2055**

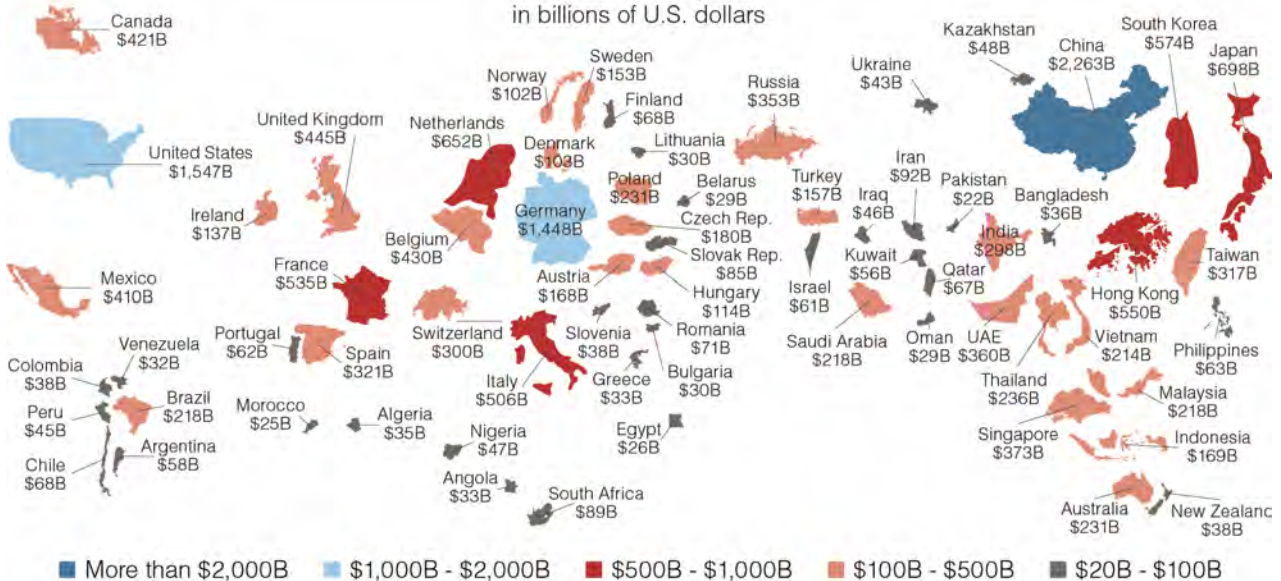


■ % Population 0-14 Years Old  
■ % Population 60+ Years Old

Source: Collective responsibility

**16.**

**Total value of exports in billions of U.S. dollars**



Note: for visualization purposes we are only showing countries with over \$20 billion of exports - Source: Visual Capitalist

**17.** Cette illustration intéressante montre le poids relatif de chaque pays en fonction de la valeur totale de ses exportations par rapport aux autres pays exportateurs.