

Table of contents

Annexes	2
Annexe 1: Transcript of the source text	2
Annexe 2: Transcript of the simultaneous interpretation (SI)	9
Annexe 3: Transcript of the read-aloud version (READ)	13
Annexe 4: Text used to produce READ, with a French translation of deleted passages	17
Annexe 5: Text used to produce READ, with indication of time lapse	25
Annexe 6: Questionnaire (in French)	33

Annexes

Annexe 1: Transcript of the source text

Steinbeis, M. (2013). Notenbanken machen Sachwerte alternativlos. FinanceNewsTV, Fondskongress, Mannheim, Germany. Available online:

<https://www.youtube.com/watch?v=5LefOfkMS7k>

uhm = filled pause

[...]= deleted passage

[das Haus Huber Reuss und Kollegen ist zweitausend gegründet worden es ist eine wie gesagt eine der größten deutschen unabhängigen Vermögensverwalter wir sind spezialisiert auf Privatkunden auf auf uhm sogenannte High-Net-Worth Individuals uhm sind aber auch spezialisiert auf institutionelle Anleger und sind auch im Fonds-Bereich tätig die Fokussierung des Hauses liegt im Total-Return Ansatz und liegt letztendlich und deswegen auch ist die Verbindung zu mir relativ schnell auf fruchtbarem Boden gestoßen der Fokus liegt auf Substanzstrategien auf den Substanzerhalt auf den realen Erhalt des Vermögens das Haus beschäftigt derzeit einundzwanzig Mitarbeiter wir sind sehr sehr stark fokussiert wir verzetteln uns nicht in in Randbereichen das heißt von diesen einundzwanzig Mitarbeitern beschäftigen sich vierzehn mit dem Fonds-Management das Vermögen beläuft sich momentan auf circa eine Milliarde darunter zählt wie gesagt die individuelle Vermögensverwaltung aber auch genauso die Betreuung von institutionellen Kunden wie beispielsweise Versicherungen wie Family-Offices wie Stiftungen und der Hauptsitz ist München wir haben auch nur eine Niederlassung in Ingolstadt das heißt wir sind sehr sehr stark fokussiert auf den südlichen Raum]

uhm ja Sachwerte uhm ich möchte Sie jetzt gar nicht groß langweilen mit Graphen mit Aussagen die Sie schon zu zuhauf gehört haben in den letzten Wochen wahrscheinlich auch in den letzten Tagen uhm als ich vor sechs Jahren mit derartigen Folien wie gesagt durch die Gegend gegangen bin war das Interesse relativ klein mittlerweile lesen Sie es in der Tagespresse und sehen die Meldungen auf täglicher Basis aber was sich damals angekündigt hat und was damals anzunehmen war wie sich Notenbanken verhalten werden in der Krise das zeigt sich täglich und es verstärkt sich immer mehr der Eindruck dass wir vielleicht nicht am Beginn dieser monetären Bewegung auf Seiten der Geldpolitik sind uhm das wird noch ein sehr sehr weiter Weg zu gehen sein ich möchte Ihnen eine Kurve zeigen die zeigt Ihnen eigentlich das ganze Dilemma in dem wir stecken und zeigt Ihnen eigentlich die Ausgangssituation vor dem Hintergrund sowohl Politik als auch Notenbanken agieren was Sie hier sehen ist nichts Anderes als die Gesamtverschuldung der USA ins Verhältnis gesetzt zum Bruttoinlandsprodukt und das beginnt hier in den Jahren des n des neunzehnhundert bis neunzehnhundertzwanzig das ist hier die linke Seite die Verschuldungssituation ist relativ schnell angestiegen der Grund ist einfach

auszumachen das war der Eintritt der USA in den zweiten Weltkrieg der nur über die Auskäufe von Staatsanleihen zu finanzieren war nur über eine Erhöhung der Kreditvergabe zu finanzieren war und dann ist auf wundersame Weise diese Schuldenquote nämlich die der Schuldenstand durch das Bruttoinlandsprodukt abgebaut worden gesunken dazu später mehr und dann kommen Sie in eine Phase die eigentlich sehr sehr gesund ist Sie kommen in eine Phase wo die Kreditvergabe also die Geldmengenentwicklung ungefähr parallel läuft zur Wirtschaftsentwicklung das heißt die Kredite die vergeben werden laufen in die Realwirtschaft bedienen Investitionen und fördern somit das Wirtschaftswachstum bis zu diesem Punkt hier und warum zeige ich Ihnen das weil das die Basis ist für die für das Geldsystem in dem wir heute stecken neunzehnhunderteinundsiebzig die Soziallasten die Sozialausgaben der USA stiegen stark an dazu kam der Vietnamkrieg der wesentlich länger dauerte und wesentlich teurer war als das antizipiert war und man muss wissen dass die USA zu diesem Zeitpunkt den sogenannten Goldstandard hatte das System von Bretton Woods das heißt dass die Kreditschöpfung die Geldschöpfung war begrenzt war begrenzt aufgrund der Goldreserven der USA wenn Sie das Ganze auf der sozialen Seite und auf der Finanzierung des Krieges auf dieser Seite nicht mehr finanzieren können dann müssen Sie Wege suchen und Präsident Nixon sah sich neunzehnhunderteinundsiebzig gezwungen und sah keinen anderen Weg mehr als diese Goldpreisbindung aufzugeben und somit das System von Bretton Woods zu beenden und das ist deswegen wichtig weil es die Geburtsstunde ist des Geldsystems in dem wir heute stecken dieses ungedeckten Geldsystems andere Länder hatten denn ebenfalls eine ähnliche Goldpreisbindung zu dem zu der Zeit und wenn nicht wie Sie wissen waren viele Währungen an den US Dollar gebunden und hatten sogenannte indirekte Goldpreiskoppelung und was dann passiert ist das wissen Sie und das haben Sie in den letzten Jahren auch selber miterlebt es gab eine unglaubliche Ausweitung der Geldmenge ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft und wenn Sie hier sich die Kurve anschauen dann stellen Sie fest das ist keine lineare Kurve das ist eine exponentielle legen Sie hier eine Linie durch also eine Regression dann werden Sie feststellen dass das Verhältnis ungefähr drei zu eins ist seit neunzehnhundertsiebzig das heißt die USA hat in dem Zeitraum drei Dollar Wirtschaftswachstum benötigt um einen Dollar Wirtschaftswachstum zu erzielen zum Schluss wurde die Kurve steiler und das Verhältnis war sechs zu eins das heißt das ist ganz lapidar gesagt wie ein Drogensüchtiger der immer mehr der Droge benötigt um ein stabiles Gleichgewicht zu bekommen es ist dieses Wirtschaftswachstum auf Pump das ist hier nur beispielhaft die USA es gibt unzählige andere Beispiele insbesondere in der angelsächsischen Welt aber auch in Europa und wenn immer dieses System kippt

[wenn immer diese Steigerung – [question du public] wie weit kann das gehen nach oben – tendenziell wie wir in Japan wir sehen ja noch unbegrenzt solange es Kräfte gibt die dieses diese Kreditvergabe und die Verschuldung finanzieren und die letzte Instanz nachdem der private Bereich mittlerweile ausgefallen ist die letzte Instanz die dies jetzt finanziert sind die Notenbanken per se selber dazu werde ich gleich noch was darstellen]

wenn immer diese Kurve bricht haben Sie enormes Problem und sie bricht deswegen hier nicht weil sich die Staaten entschulden oder weil Staaten Schulden zurückzahlen sondern sie ist deswegen hier gebrochen weil Konsumenten begonnen haben sich zu entschulden weil insbesondere US Unternehmen begonnen haben ihre Bilanzen zu bereinigen und die

Verschuldung zurückzufahren aber wenn zwei wichtige Wirtschaftssubjekte in einer Volkswirtschaft beginnen ihre Schulden zurückzuzahlen in einer Volkswirtschaft die auf Gedeih und Verderb auf Kreditfinanzierung aus ist dann hat es enorme deflationäre Konsequenzen und diesen enormen deflationären Konsequenzen arbeiten die Notenbanken entgegen seit zweitausendneun mit den ersten Programmen der US Notenbank und arbeiten mit einer extrem inflationären Politik dieser Entwicklung entgegen wie gesagt das System von Bretton Woods ist vorbei die Deckung der Währungen ist Geschichte und ich glaube der Ausspruch von unserem Bundesbankpräsidenten zeigt es genauer er hat es beschrieben letztes Jahr auf einer Konferenz letztendlich ist es nichts Anderes als Baumwolle und das Entscheidende für eine Währung für eine ungedeckte Währung ist nichts anderes als das Vertrauen der Bevölkerung das Vertrauen der Anleger denn Geld per se hat zwei wichtige Funktionen das Eine ist die Zahlungsfunktion und das Zweite ist die Wertaufbewahrungsfunktion und wenn die zweite Funktion in Zweifel gebracht wird wenn Anleger wenn die Bevölkerung den Glauben verliert dass Geld eine Art Wertaufbewahrungsmittel ist dann gibt es enorme Kapitalbewegungen das sind die Kapitalbewegungen die wir seit zweitausendneun sehen das sind die Kapitalbewegungen in erster Linie in den Sachwertbereich also in all die Bereiche die nicht über Nominalverzinsung gedeckt sind die inflationäre Politik kennen Sie die Notenbankbilanzen hier die Fed auf der anderen Seite hier rechts die EZB wurden massiv ausgeweitet und das ist hier nichts anderes als Geld drucken eine Ausweitung der Notenbankbilanz bedeutet nichts anderes als dass die Notenbank Liquidität Geld zur Verfügung stellt es lässt sich hier zwei Sachen anmerken wenn man diese beiden Banken ansehen auf der einen Seite diese Kurve wird enorm steigen in den nächsten Monaten denn Sie wissen die Fed arbeitet am nächsten Programm sie kauft jeden Monat fünfundachtzig Milliarden US Dollar an Mortgage Bonds und an Treasuries auf das heißt jeden Monat wird diese Kurve um fünfundachtzig Milliarden nach oben gehen und Sie haben auf der anderen Seite die EZB die sich momentan zurückhält die ihr neues Programm an Bedingungen geknüpft hat an Bedingungen dass sich Länder unter den Schirm ESM zwingen müssen um eine Reaktion der Notenbank auszulösen und wenn Sie sich die Spreadentwicklung der letzten Monate auf der Peripherieseite ansehen so sind diese Länder momentan nicht gezwungen unter einen Schirm geschweige denn unter die Fuchtel der Notenbank zu schlüpfen insofern ist hier in den nächsten Wochen und Monaten erst mal mit einem gleichbleibenden vielleicht sogar sinkenden Denten Tendenz zu rechnen das aber und jetzt sind wir so bisschen in der Aktualität das möchte ich mal einschieben das hat enorme Auswirkungen auf die Währungsseite enorme seit dem Eintritt der Japaner in dieses Spiel seit dem Eintritt seit dem massiven Eintritt der Japaner in dieses Spiel gibt's ich möchte sagen einen neuen Liquiditätsschock Schock aber gibt es durchaus deutliche Anzeichen dafür dass sich das Prinzip oder der Kampf um die schwache Währung intensiviert hat die Japaner sind auf Gedeih und Verderb darauf ausgerichtet Inflationserwartungen hoch zu erhalten oder hochzusetzen und den Yen zu schwächen und diese enorme Flut an Liquidität insbesondere aus Asien insbesondere aus Japan die hier stattfindet fließt zu großen Maßen in den europäischen Anleihenmarkt denn das sind Anleger die profitieren von einem von einer schwächeren eigenen Heimatwährung das sind Anleger die suchen Rendite und die Rendite finden sie in weiten Teilen in d in d in der industriellen Welt in den bei den Industrieländern in Euroland in der Peripherie wenn Sie sich die Flows anschauen wenn Sie sich die Bewegungen anschauen wer die Hauptkäufer für

italienische spanische südeuropäische Staatsanleihen sind dann werden Sie feststellen dass ein Großteil aus Asien und davon ein Großteil aus Japan kommt alle anderen Länder alle anderen Währungsblöcke ziehen mehr oder weniger Deiche hoch indem sie eine ähnliche Politik betreiben die USA haben wir angesprochen Großbritannien in stärkerem Maße die Bank of Canada also die kanadische Notenbank hat in den letzten Wochen völlig überraschend von den Ambitionen einer Zinserhöhung abgelassen um die eigene Währung nicht deutlich aufwerten zu lassen das heißt die großen Wirtschaftsblöcke haben alle Maßnahmen ergriffen oder haben sie schon im Vorfeld ergriffen die eigene Währung nicht zu stark werden zu lassen der einzige Währungsbereich der das nicht macht ist der Euroraum bei uns freuen sich die Politiker dass die Spreads zusammenlaufen dass es Nachfrage für Peripherieanleihen gibt kurzfristig erfreulich man klopft sich auf die Schultern die Eurokrise ist vorbei mittelfristig extremste Auswirkungen schauen Sie sich mal den Euro gegen sämtliche wichtigen Währungen an auch Währungen von Ländern die in unmittelbarer Exportkonkurrenz zu uns stehen dann werden Sie feststellen dass das Problem spätestens im dritten Quartal vielleicht sogar schon Ende des zweiten Quartals immanent wird bei den Unternehmen fragen Sie mal ein Unternehmen wie Peugeot wie Fiat wenn ein anderes Unternehmen wie Mazda Honda Suzuki zu zwanzig Prozent niedrigere Kosten anbieten kann das wird dem Euroraum noch aus meiner Sicht noch deutlich Probleme bereiten trotz all der Euphorie die wir momentan sehen ja nun zurück zur USA die Aufkaufprogramme der Notenbank haben natürlich die Konsequenz dass der Gläubiger im eigenen Land sitzt der größte Gläubiger der USA ist nicht mehr China wie es über Jahre war oder Japan der größte größte Gläubiger der USA ist die USA selber über die eigene Notenbank und das können wir mit anderen Ländern auch gut darstellen schauen Sie sich Großbritannien an über dreißig Prozent der britischen Staatsanleihen liegt momentan auf der Bilanz der Bank of England das heißt was hier stattfindet ist eine Art Inzucht und in dem Maße von einer Unabhängigkeit der Notenbank zu sprechen ist eine Farce aber was hat das für Auswirkungen und jetzt sind wir eigentlich beim Thema man spricht immer schnell dass es irgendwie einen Strukturbruch gibt dass es diesmal alles anders ist dass man umdenken muss alles Gelernte alles bis jetzt Erfahrene ist ist nicht mehr gültig oder ist nicht mehr brauchbar ich glaube es spricht viel dafür dass wir momentan wirklich in einer neuen Welt leben und nicht erst seit heute oder gestern sondern seit Beginn zweitausendneun seit dem Eintritt der USA in diese Politik die mächtigsten Spieler die man sich vorstellen kann an den Kapitalmärkten haben sich engagiert und das sind die Notenbanken sie haben sich in der Art engagiert dass sie das wichtigste Korrektiv eines Kapitalmarkts einer kapitalmarktorientierten Volkswirtschaft das wichtigste Korrektiv nämlich den Zins manipulieren dieser Zins entsteht nicht mehr durch Angebot und Nachfrage dieser Zins wird politisch manipuliert oder in die eine oder andere Richtung gelenkt meistens nach unten denn die einzige Aufgabe und jetzt schauen Sie sich alle Entscheidungen dieser Notenbanken an die einzige Aufgabe dieser Notenbanken besteht seit zweitausendneun darin die Zahlungsfähigkeit von Staaten aufrechtzuerhalten es geht überhaupt nicht um Preisstabilität zugegebenermaßen in vielen Ländern momentan kein Thema aufgrund der niedrigen Kapazitätsauslastung aber das ist glaube ich die erste große Veränderung die wir konstatieren muss sämtliche Maßnahmen ob das QE ist in den USA ob das die Maßnahmen der englischen Notenbank sind ob das die Maßnahme der EZB waren die Tender oder die Direktkäufe ob das die Maßnahmen der Japaner sind alle diese Maßnahmen sind nur darauf bedacht die Finanzierungskosten dieser enormen Schuldenberge der Staaten möglichst niedrig

zu halten und das ist ein Weg der uns der uns begleiten wird aber was heißt es wenn Sie das wichtigste Korrektiv verändern das hat erst mal realwirtschaftlich Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen das hat aber auch und jetzt sind wir bei dem Thema das uns wahrscheinlich eher interessiert enorme Auswirkungen auf die Kapitalanlage denn das Prinzip dass ein schlechter Schuldner eine Risikoprämie sprich höhere Zinsen zahlt als ein guter Schuldner das Prinzip ist weitgehend außer Kraft gesetzt und vielleicht das Entscheidende ist die Tatsache dass der sogenannte risikolose Zins sukzessive verschwunden ist was heißt der risikolose Zins die Basis wie wir über Jahrzehnte in den Nachkriegsjahren Kapital angelegt haben sowohl die Privatanleger aber in erster Linie auch institutionelle auch auf der regulatorischen oder gesetzlichen Seite die Basis war die Existenz eines risikolosen Zinses das heißt die Tatsache dass Sie mit bonitätsstarken Anlagen mit Anlagen ohne großen Risiken Erträge sprich Zinsen oberhalb der Inflationsrate erwirtschaften konnten war das Entscheidende war die entscheidende Grundanlage für sämtliche Regulierungen für sämtliche Altersvorsorgekonstruktionen ob das jetzt Versicherungen sind ob das Stiftungen sind ob das Pensionskassen sind wenn dieses Regime nicht mehr vorrätig ist wenn diese Prämisse nicht mehr gilt hat das enorme Konsequenzen und wird längerfristig enorme Kapitalallok Allokationen auslösen die Gefahr wenn Sie diese Geldpolitik betreiben ist immer die dass es viele Allokationen gibt aufgrund der Liquiditätsschwemme aber die die Fakten sind eindeutig was Sie hier sehen ist nichts anderes als die fünfjährige Bundesanleihe also kein kurzfristiges Festgeld da ist es noch extremer sondern die fünfjährige Anleihe abzüglich der Inflationsrate und da sehen Sie dass wir seit ja zweitausendneun zweitausendzehn im negativen Bereich sind Sie hatten historisch immer die Chance und das gilt jetzt bis siebenundneunzig aber selbst wenn Sie es weitermachen reale Renditen im sicheren Bereich zwischen zwei und vier Prozent im Schnitt zu erwirtschaften und das ist vorbei das heißt wenn Sie heute die fünfjährige Anleihe kaufen sind Sie sicher Sie verlieren jedes Jahr zwei bis zweieinhalb Prozent Ihres Vermögens nichts anderes als eine reale Enteignung des Sparer und nichts anderes als ein Transfer von Privatvermögen auf den Staatshaushalt und dann müssen Sie die Prämissen setzen A dass die Inflationsraten wie sie berichtet und gemessen werden der Realität entsprechen und B dass sie auf diesen Niveaus bleiben wie sie heute sind das ist auf die kurze Frist vielleicht machbar und ert zu ertragen auf die lange Frist wird es katastrophal nach zwanzig Jahren bei zweieinhalb Prozent verlieren Sie sechzi uhm vierzig Prozent Ihres Vermögens das heißt was ist der Strukturbruch der risikolose Zins ist weg und um Ihr Ziel zu erreichen nämlich Ihr Kapital auch nur real zu erhalten und man kann vielleicht die Prognose stellen wenn wir uns in fünf Jahren hier nochmal treffen sollten und jeder von uns hat sein Kapital real erhalten war das vielleicht gar nicht so schlecht aber mit der herkömmlichen Art und Weise wie das zu großteil großen Teilen praktiziert wurde nämlich über nominale relativ sichere Anlagen ist es nicht mehr möglich jetzt haben Sie zwei Möglichkeiten entweder Sie lassen es so wie es ist Sie Sie sind sich bewusst Sie verlieren jedes Jahr X Prozent oder Sie bewegen sich in einer anderen andere Richtung Sie nehmen Risiko Sie müssen Risiko nehmen um Ihr Ziel zu erreichen jetzt gibt's die Möglichkeit Sie nehmen es auf der Bonitätsseite wie es vielfach praktiziert wird das heißt Sie kaufen sich immer schlechtere Emittenten immer schlechtere Bonitäten immer längere Laufzeiten die Risiken sind aus meiner Sicht in einer Welt vor einer von einer zusehends ja Bonitätsverschlechterung die Risiken sind enorm oder Sie gehen auf das Thema der Sachwerte Sie kaufen sich Assets Sie bewegen sich und das ist ganz wichtig Sie bewegen sich von dem

Status des Gläubigers wir versuchen immer Geld anzulegen indem wir es verleihen dem Staat der Bank über Festgeld der Versicherung Sie bewegen sich vom Status des Gläubigers hin zum Eigentümer das heißt was ist eigentlich Ihr Risiko und das ist das Entscheidende ist Ihr Risiko wirklich die kurzfristige Schwankung des Vermögens also die Volatilität oder ist Ihr Risiko die sukzessive Enteignung über den negativen Realzins ich glaube der eindimensional dimensionale Risikobegriff über Volatilität ist viel zu kurz gegriffen und das ist keine Frage von Schwarz oder Weiß jeder muss sich die Frage stellen welche Risikoaversion hat er welche Schwankungen kann er ertragen aber je mehr Schwankungen er ertragen kann je mehr er in die Sachwerte gehen kann desto mehr sind seine Chancen sein Ziel zu erreichen und sein Kapital längerfristig real zu erhalten

[ich möchte jetzt aufgrund der fortgeschrittenen Zeit nicht mehr auf allzuviel Makroökonomisches eingehen nur die Regulierung der Staatsverschuldung wird in keinsten Weise über Rückzahlung der Schulden vollzogen werden es gibt kein in OECD außer Norwegen kein Beispiel wo Staaten Budgetüberschüsse erwirtschaften Sie können vergessen dass Staaten nominal Schulden zurückzahlen es wird nicht passieren das heißt man versucht die Schuldenquote und das ist die Maßgabe von sämtlichen Verträgen einigermaßen in Griff zu bekommen es wird nicht gehen über eine Rückzahlung der Schulden sondern es geht hier über ein vergrößertes Bruttoinlandsprodukt die Komponente die man versucht anzuheben ist das Preisniveau das heißt dieses nominale Bruttoinlandsprodukt ist eine ist das Produkt aus dem realen mal dem Preisniveau und negative Realzinsen in Verbindung mit einer Inflationierung ist genau die Maßgabe diese Schuldenquoten zu reduzieren wenn Sie sich in der Geschichte ansehen die USA in den vierziger Jahren genau diesen Weg gegangen es gibt auch einige andere Beispiele aber die USA in den vierziger Jahren gleiche Politik wie heute Schuldenquoten von hundertzwanzig Prozent des Bruttoinlandsprodukts innerhalb von zehn fünfzehn Jahren auf sechzehn Prozent reduziert über Nullzinsen das heißt keine Zinszahlungen des Staates und erhöhte Inflationsraten das ist das Ziel angelsächsischer Politik und das Ziel jeglicher Maßnahme die sie bis dato kennen aber wenn Sie ein Gut wie das Geld beliebig vervielfältigen das wird es weniger wert im Vergleich zu knappen Gütern das ist glaube ich ganz plausibel und am besten zeigt sich das wenn sie den Goldpreis ansehen Sie sehen hier die Bilanzsumme im hellblauen Bereich der US-Notenbank und Sie sehen den Goldpreis im dunklen und Sie wenn Sie davon ausgehen monatliche Steigerungsraten die jetzt beschlossen sind können Sie sich ungefähr ausrechnen dass der Goldpreis weiterhin eine der attraktiven Asset-Klassen bleiben wird]

wie machen wir das springen wir mal ein bisschen weiter wir versuchen das Ganze und das versuche ich seit zweitausendsechs über Sachwerteschienen zu koppeln das Entscheidende ist das Risiko zu managen das Entscheidende ist diese Asset-Klassen so zu kombinieren und das Risiko so zu dosieren dass es für die Anleger erträglich ist das entsteht durch Streuung breite Streuung Diversifikation das entsteht aber auch durch Flexibilität das heißt keine Benchmarkorientierung wie sklavisch an Mindestquoten einzelner Asset-Klassen sich zu binden wenn das Chance-Risiko-Verhältnis nicht attraktiv ist und es geht über Qualität die Qualität der Assets ist entscheidend sowohl auf der Aktienseite als auch in anderen Bereichen da werden Sie nie ganz oben stehen wenn der DAX zehn Prozent steigt wird unser Aktien-

Portfolio nicht zwölf machen aber das Entscheidende ist wenn der DAX zehn Prozent fällt wollen wir keine acht oder neun verlieren das heißt wir wollen die Attraktivität dieser Asset-Klassen aber mit erhöhter Qualität weil es nicht darum geht irgendwelche Risiken zu nehmen um Performance Chancen zu realisieren in erster Linie sondern in erster Linie geht es mal darum das Kapital real zu erhalten und selektiv short risikobewusst sich in den einzelnen Asset-Klassen zu engagieren

[die Allokation sieht momentan so aus wir sind im Rohstoffbereich mit fünfzehn Prozent haben die Edelmetallanteile ausgebaut Immobilien mit derzeit vierzehn und substanzstarke Aktien mit guter Bilanzqualität uhm hoher Dividendrendite nachhaltiger Geschäftspolitik sind ungefähr bei vierzig ich glaube über vierzig Prozent die Währungsseite ist diversifiziert oder war diversifiziert das ist jetzt am einunddreißigsten zwölften weil ich grundsätzlich glaube unabhängig von den aktuellen Entwicklungen des Euros grundsätzlich müssen wir uns verabschieden als Deutsche aus einer Situation Kapitale anzulegen die ja eine starke Heimatwährung auf eine starke Heimatwährung fundieren die Bundesbankpolitik ist passé die ja man kann sowas italienische Währungsunion bezeichnen was wir hier haben nicht weil Draghi oben dran steht sondern weil sich die Bilanz der EZB strukturell und sukzessive verschlechtert das heißt einer der Hauptaugenmerke der EZB muss es sein und wird es auch weiterhin sein die Währung nicht zu stark werden zu lassen wenn die EZB hat einen klaren Plan aufgetragen sie muss ihre Politik an den schwächsten Gliedern ausrichten um die Währungsunion nicht zu gefährden neben all den anderen Maßnahmen das heißt ich glaube wir können davon ausgehen dass Währungsallokation nicht zur Spekulation sondern zu Risikodiversifikation auch für für deutsche Anleger für Euroland-Anleger zur entscheidenden Komponente wird in den nächsten Jahren es geht nicht mehr so sehr darum irgendwelche Chancen und Risiken zu nehmen wenn man in Fremdwährungen investiert es geht vielmehr darum das Risiko zu streuen und auf andere starke Währungen zu setzen ja das ist eine Strategie die ist noch sehr jung bei Interesse können Sie sich gerne meine Historie ansehen bei Pioneer die wesentlich länger war wir sind hier erst gestartet im April und es war damals genau das High im SMP das hier zum einunddreißigsten zwölften letzten Jahres hier sehen Sie nochmal die Unternehmen in denen wir investieren sind auf der Aktienseite die meisten werden Sie kennen]

ja das war in aller Kürze und in einer halben Stunde ist es immer schwierig das komplexe Thema so ein bisschen und die Strategien und die Hintergründe darzulegen das Entscheidende ist ich glaube es führt kein Weg v daran vorbei dass man in der Kapitalallokation umdenkt wir werden in den nächsten Jahren massive Kapitalreallokationen sehen in andere Asset-Klassen denn diese Anleger von denen wir vorher gesprochen haben Pensionskassen Stiftungen Lebensversicherungen haben mit ihrer bisherigen Regulierung mit ihrer bisherigen Anlagepolitik keine Chance mehr ihre Ausschüttungsziele zu erreichen und sie haben keine Chance mehr ihr Kapital auch nur annähernd real zu erhalten und das wird enorme Veränderungen bewirken momentan sehen die Veränderungen eher noch so aus dass man versucht die Bonitätsleiter langsam hinunterzuklettern immer schlechtere Bonitäten immer längere Laufzeiten aber wenn Sie sich sehen wenn Sie sich anschauen was heute auf der High-Yield-Ebene gezahlt wird an Risikoprämie dann habe ich da die größte Sorge in den nächsten

Jahren was das Chance-Risiko-Verhältnis betrifft es wird strukturell Allokationen aus meiner Sicht insbesondere in dem Sachwertebereich geben müssen ein anderer Weg ist nicht aus meiner Sicht zum heutigen Zeitpunkt nicht nachvollziehbar und ich glaube wenn die Historie eines zeigt die großen Verlierer in diesen Regimen wie sie sich heute darstellen die nicht einzigartig waren in der Geschichte die großen Verlierer sind die Sparer und das wird das Entscheidende sein für jeden zu akzeptieren dass die Welt von gestern seit zweitausendneun nicht mehr die heutige ist und dass nur wer sich umstellt der wird nicht zu den großen Verlierern dieses dieses Regimes gehören und ein bekannter Mann hat mal gesagt ich kann zwar die Realität ignorieren so wie es viele tun momentan aber ich kann eins nicht ignorieren die Konsequenzen der Realität und darum glaube ich dass das Entscheidende ist dass man im Hinterkopf hat ich muss mich verändern was meine Kapitalallokation betrifft und ich agiere in einem Umfeld mit neuen Spielregeln und diese Spielregeln sind von keinem geringeren aufgesetzt worden als von den großen Notenbanken dieser Welt und solange das so vorherrscht und davon gehe ich aus das wird uns in den nächsten Jahren begleiten solange ist die Welt von gestern nicht mehr die Welt von heute vielen Dank

Annexe 2: Transcript of the simultaneous interpretation (SI)

je vais parler des actifs et je ne vais pas vous ennuyer longuement avec des graphiques ou des citations que vous avez déjà entendues souvent dans les dernières semaines voire les derniers jours cela fait euh six ans euh que euh je euh me penche sur ces questions on en parlait peu il y a six ans mais maintenant on en parle tous les jours dans la presse et ce que j'avais annoncé à l'époque les prévisions de l'époque qu'on pouvait faire sur le comportement des banques centrales euh ça se confirme tous les jours et ça conforte mon impression qu'on n'est pas à la fin de ces mouvements euh de politique monétaire mais qu'ils euh vont encore se poursuivre très longuement alors je vous montre une courbe qui vous montre un peu la situation départ euh de l'action euh politique et des banques centrales alors ici vous voyez euh la euh l'endettement des euh États unis par rapport au PIB on part à en dix neuf cent vingt euh tout à gauche et puis on voit qu'y a une grande augmentation euh à l'entrée des États unis euh dans euh la guerre et euh pour financer la guerre on a augmenté les crédits et euh le taux d'endettement par rapport au PIB a ensuite euh euh chuté on a on est rentré dans une phase très saine ensuite une phase où euh l'octroi de crédits le développement de la masse monétaire euh s'est développé parallèlement au développement économique cela veut dire que la masse de crédit euh qui était développée euh mh servait l'économie réelle et la croissance économique alors pourquoi vous est ce que je vous montre cela mais bien parce que c'est à la base du système monétaire dans lequel nous évolons actuellement on a vu euh euh de dépenses euh des États unis augmenter dans les années soixante dix avec la guerre du Viêt Nam notamment et à ce moment là euh les États unis avaient le système de Bretton Woods l'étalon or c'est à dire que la création de crédits et d'argent était limitée par euh les réserves d'or des États unis et si on examine tout cela euh du côté financement de la guerre et euh financement social euh eh bien euh on constate que la conclusion qui a été tirée c'est d'abandonner le système de Bretton Woods et de euh l'étalon r/ or et donc euh on a eu un système euh euh de production d'argent qui euh n'était plus couvert par euh quoi que ce soit de réel et il y avait de nombreuses euh euh monnaies aussi qui

étaient euh devises qui étaient indirectement couplées à l'or car couplées au dollar et cela a été abandonné et on constate qu'il y a eu euh un développement exponentiel de euh la masse monétaire par rapport euh au développement économique et si vous examinez la courbe vous voyez que euh ce n'est pas linéaire et euh on voit que depuis mille neuf cent soixante dix on avait un rapport de trois euh pour un donc trois euh dollars de croissance de crédit étaient nécessaires pour avoir un dollar de croissance économique et on est finalement arrivé à six pour un donc en euh quelques mots on c'est comme euh euh un drogué qui a toujours besoin de sa dose pour euh se stabiliser ici c'est euh la même chose il y a euh pour les États unis et il y a eu beaucoup d'autres euh exemples euh dans le monde anglo saxon et en Europe et si euh cette courbe se brise on a d'énormes problèmes et si elle se brise non pas parce que euh les états remboursent leurs dettes mais euh parce que les consommateurs ont commencé à euh réduire leurs dettes à se désendetter de même que euh les entreprises américaines qui se sont désendettées ont nettoyé leurs bilans et si plusieurs grands groupes dans l'économie commencent à se désendetter alors cela a euh des conséquences déflationnistes assez importantes et ces conséquences énormes au niveau de la déflation d/ l/ depuis deux mille neuf euh les banques centrales euh les contentent avec des politiques inflationnistes pour contrer donc cette évolution alors comme je l'ai dit euh précédemment le système de Bretton Woods euh est terminé on n'a plus d'arrimage des devises au dollar et euh vous euh vous voyez que ce qui est euh nes/ décisif pour euh une monnaie qui n'est plus couverte par l'or ce qui est essentiel c'est la confiance l'argent il a deux grandes fonctions la fonction de paiement tout d'abord et ensuite la fonction de préservation de la valeur et si cette deuxième fonction euh on se met à en douter si les investisseurs si la population n'a plus confiance en la valeur de l'argent comme moyen de préserver la valeur alors il y a d'énormes mouvements de capitaux et ce sont ceux qu'on constate depuis deux mille neuf et on les a constatés dans le domaine des euh actifs euh qui ne sont pas couverts par des euh intérêts nominaux vous euh voyez euh l'évolution euh des euh bilans de la FED et de la BCE qui ont été euh grandement augmentés cela veut dire tout simplement que les banques centrales ont mis des crédits à disposition ont mis des liquidités à disposition vous voyez ici euh à gauche la croissance de la courbe de ces derniers temps pour la FED américaine il y a un nouveau programme en cours quatre vingt cinq milliards de dollars sont achetés euh chaque euh euhm chaque mois en bons hypothécaires et ahm en autres titres et donc il y a une énorme croissance de la masse et de l'autre côté la BCE qui euh a été assez euh attentiste pendant un certain temps un nouveau programme euh a été lancé mais il y a des conditions les conditions c'est que euh les états membres se fassent protéger par la MES et et si on examine l'évolution des écarts de taux euh pour les états de la périphérie euh eh bien on constate que dans les dernières semaines on a eu une tendance assez constante mais euh l/ il y a eu d'énormes évolutions euh sur les devises depuis que les japonais sont entrés dans ce jeu depuis euh qu'ils ont sont entrés massivement dans ce jeu même il y a un nouveau choc de liquidité pourrait on presque dire en tout cas euh des signes très clairs que euh la position euh des euh devises faibles s'est intensifiée et euh les japonais euhm euh veulent maintenir euh leur devise à un niveau faible et ces énormes flux de liquidités qui viennent d'Asie euh arrivent surtout sur les marchés obligataires européens certains profitent de la faiblesse euh de leur euh devise nationale et ils essaient de trouver de meilleurs rendements et ils les trouvent surtout dans les pays industriels pays européens etcetera et si vous examinez les flux de devises les euh mouvements les principaux acheteurs de titres de la dette euh des pays d'Italie euh Espagne

Europe du sud se trouvent surtout en euh Asie et au Japon toutes les grandes puissances euh monétaires ont une politique à peu près similaire nous avons parlé des États unis les britanniques euh font un peu la même chose la Banque centrale canadienne euh a surpris tout le monde euh en euh laissant tomber l'augmentation de ses taux pour laisser filer sa devise ce qui veut dire que euh toutes les grandes puissances ont pris des mesures pour euh ne pas trop euh laisser croître leur devise et la seule qui n'a pas agi ainsi c'est euh la zone euro euh les euh politiciens chez nous euh se félicitent du resserrement euh de l'écart de taux à court terme c'est une bonne chose évidemment on pense que la crise de la zone euro est terminée mais à moyen terme euh les euh conséquences peuvent être énormes si vous examinez l'évolution de l'euro par rapport aux autres devises y compris euh des pays qui sont euh directement concurrents de l'Europe pour les exportations vous constatez que euh le euh problème euh euh va euh se montrer très fort chez entreprises dès ce trimestre ou euh le trimestre prochain examinez un peu la situation de Fiat ou Peugeot par rapport à Mazda Suzuki etcetera qui ont des coûts beaucoup plus bas et vous comprendrez et selon moi cela va encore poser beaucoup de problèmes à la zone euro euh malgré euh les signes encourageants qu'on a pu constater alors revenons aux États unis les euh programmes de rachat de titres de la dette des euh grands pays ont pour conséquence que le plus grand créancier des États unis ce n'est plus euh la Chine ou même le Japon ce sont les États unis eux mêmes euh leur propre banque centrale qui détient le plus de titres de dette euh américains et dans une certaine mesure c'est la même chose aussi au euh au Royaume Uni puisque trente pourcent euh se trouvent sur euh euh les comptes de la euh banque centrale et et donc que on peut même re/ peut être mettre en en cause euh l'indépendance des banques centrales alors euh voyons un peu les effets que cela peut avoir on dit qu'il y a de euh coupures dans la structure qu'il faut tout repenser n/ effacer tout ce qu'on a appris euh euh qu'on ne peut plus utiliser euh les connaissances dont on dispose mais et je pense vraiment effectivement qu'on vit dans un euh monde tout à fait nouveau et ce pas depuis hier mais en fait depuis deux mille neuf quand les États unis ont commencé à mener cette politique et les plus grands acteurs que sont qui qui sont présents sur le marché des devises les banques centrales se sont engagés se sont engagés euh euh vis à vis euh du facteur correcteur le plus important pour une économie orientée sur le marché c'est à dire les taux d'intérêt ils ont été manipulés euh ils ne répondent plus à la demande et à l'offre mais sont manipulés politiquement par les banques centrales ou euh sont orientés dans un sens ou dans l'autre souvent vers le bas et si vous examinez toutes les décisions des banques centrales ces derniers temps les seules tâches de ces banques centrales depuis deux mille neuf on constate alors que le seul but c'est de maintenir la capacité de paiement des états le but n'est absolument plus de stabiliser les prix ah bon c'est vrai euh ce n'est pas à à l'ordre du jour étant donné euh la faiblesse de l'économie de bien des états pour le moment l'inflation mais euh on constate tout de même euh que c'est un grand changement parce que par exemple le quantitative easing aux États unis ou bien les mesures euh euh de la banque centrale anglaise euh la la BCE euh de la banque centrale japonaise toutes ces mesures qui sont prises par les banques centrales elles ont pour seul but de euh euh réduire euh les montages de dette des états et nous allons continuer dans cette voie dans le monde mais qu'est ce que cela veut dire si on change ce facteur correcteur et bien cela veut dire qu'il y a des effets sur l'économie réelle et sur les décisions d'investissement c'est un sujet qui va vous intéresser très certainement cela a des effets sur les investissements en capitaux le principe que euh les mauvais et les bons débiteurs paient des taux d'intérêt différents c'est

un principe qui est annulé par euh la tendance actuelle et les euh taux d'intérêt euh sans risque sont commencent à disparaître et qu'entends je par là la base qui a été la nôtre pendant des décennies pour investir des capitaux en tant qu'investisseur privé mais aussi institutionnel et aussi euh ce qui a euh régi euh le mouvement réglementaire et législatif c'était l'existence de taux sans risque euh c'est que si on faisait des investissements euh avec euh des euh émetteurs de bonne qualité on n'avait pas de risque euh c'est euh ça a été à la base de bien des règlements et de bien des fonctionnements de fondations de euh fonds de pension d'assurances etcetera et si ce régime n'est plus disponible s'il n'y a plus cette prime alors cela aura des conséquences énormes et à plus long terme cela euh aura des effets de redistribution des capitaux très importants le danger euh c'est effectivement qu'il y ait de nombreuses redistributions euh assez erratiques euh ici vous voyez euh les taux allemands à cinq ans euh pour les bunds et euh euh vous voyez que c'est lié à l'inflation pendant tout un temps et à partir de deux mille neuf deux mille dix on est dans les taux négatifs historiquement euh depuis quatre vingt dix sept euh on a pu toujours avoir des rendements euh réels entre deux et quatre pourcent mais c'est terminé si vous achetez euh ces euh titres à cinq ans vous êtes certain chaque année de perdre deux à deux virgule cinq pourcent de votre richesse et donc c'est une perte de valeur pour euh les euh épargnants et donc c'est un transfert de richesse de d'un groupe vers l'autre et euh euh cela euh reflète effectivement en ce moment la réalité et on va risquer de rester dans ces fourchettes de valeur et c'est sûr qu'à court terme on peut le supporter mais si ça continue à long terme ce sera catastrophique vous voyez euh la chute sur vingt ans sur trente ans euh de en termes de perte de valeur de votre richesse alors euh cela veut dire que on n'a plus euh euh d'incitant à investir là où il n'y a plus de risque et pour maintenir son capital si vous voulez euh dans euh cinq ans avoir maintenu votre capital il faut se tourner vers autre chose avec la manière actuelle traditionnelle de euh constituer son capital avec des euh investissements assez sûrs on ne peut plus maintenir son capital ça veut dire qu'y a deux possibilités soit on laisse courir les choses et vous savez que chaque année vous allez perdre quelques pourcent ou bien vous allez dans un autre sens vous prenez plus de risques et vous devez prendre des risques euh pour euh euhm garder euh votre capital donc soit en euh euhm choisissant des titres euh d'émetteurs de moins en moins bonne qualité avec des euh maturités de plus en plus longues et on constate euh euh que globalement effectivement euh les émetteurs sont de moins en moins bonne qualité ceux qui sont choisis du moins par les investisseurs ou bien alors on peut acheter d'autres types d'actifs c'est à dire que on n'est plus euh créancier on n'essaie plus euh d'emprunter de l'argent pour récupérer des intérêts etcetera on n'est plus créancier mais on devient propriétaire et quel est le risque décisif ici euh ce n'est pas tellement la volatilité à court terme mais euh ce sont euh les mouvements successifs qu'on constate sur le long terme et euh je pense qu'il ne faut pas d'ailleurs euh en termes de risque ne parler que de volatilité c'est beaucoup trop limité comme champ d'analyse parce qu'on peut supporter quelques euh changements de valeur quelques oscillations euh cela permet aussi euh à long terme de maintenir son capital et euh d'atteindre ses objectifs mais bon allons un peu plus loin nous allons essayer euh d'analyser la situation ce que je fais depuis deux mille six le but c'est de gérer le risque le but c'est de combiner les classes d'actifs euh pour que le risque soit supportable pour l'investisseur et pour cela il faut une grande diversification euh une grande variété d'actifs il faut aussi de la flexibilité pas s'orienter sur un benchmark euh de de taux minimums euh mais euh aller euh plus loin et évidemment la qualité des actifs est essentielle qu'il s'agisse d'actions ou d'autre chose on ne

sera pas euh euh tout au dessus si le DAX augmente de dix pourcent vous n'augmenterez pas de douze pourcent mais si le DAX chute de dix pourcent euh vous ne voulez pas perdre tout cela vous voulez vous retrouver au milieu et donc le but est effectivement d'avoir une qualité il faut pas euh ne faire que prendre des risques le but c'est de maintenir en termes réels euh euh son capital en s'engageant dans différentes classes d'actifs alors voilà euh en quelques mots euh un thème bien complexe euh de stratégie d'investissement mais l'essentiel euh c'est inévitable c'est qu'on euh repense les redistributions des euh actifs je pense qu'on va avoir des redistributions très importantes dans les différentes classes d'actifs euh / jusqu'ici avec la politique d'investissement et la réglementation qui existaient on n'avait aucune chance d'atteindre ses objectifs d'investissement avec des assurances vie ou des autres types d'assurances classiques et cela va euh créer des changements très importants pour le moment on essaie euh d'agir surtout sur les maturités qui s'allongent et sur la la qualité des émetteurs qui baisse leur solvabilité euh qui euh baisse mais euh cela va encore euh bien évoluer je pense qu'il va euh devoir y avoir de grandes redistributions euh dans euh euh les types d'actifs euh on peut pas imaginer une autre issue les grands perdants comme nous le montre l'histoire ce sont les euh épargnants et il sera décisif que chacun accepte que le monde euh d'avant deux mille neuf euh n'est plus celui d'aujourd'hui il faut bien le comprendre pour ne pas être les perdants du système un ami m'a dit on peut ignorer la réalité euh beaucoup le font pour le moment mais on ne peut pas ignorer les conséquences de cette réalité et je pense que ce qui est décisif c'est de garder à l'esprit euh qu'il faut r/ r/ changer euh le type d'actifs qu'on détient euh procéder à des redistributions des euh rééquilibrages euh vu que la situation que nous connaissons actuellement va euh se poursuivre et euhm comme je l'ai dit que euh le monde d'hier est bien différent de celui dans lequel nous vivons aujourd'hui merci

Annexe 3: Transcript of the read-aloud version (READ)

je vais parler des actifs et je ne vais pas vous ennuyer longuement avec des graphiques ou des citations que vous avez déjà entendues souvent dans les dernières semaines voire les derniers jours cela fait six ans que je me penche sur ces questions on en parlait peu il y a six ans mais maintenant on en parle tous les jours dans la presse et ce que j'avais annoncé à l'époque les prévisions de l'époque qu'on pouvait faire sur le comportement des banques centrales ça se confirme tous les jours et cela conforte mon impression qu'on n'est pas à la fin de ces mouvements de politique monétaire mais qu'ils vont encore se poursuivre très longuement alors je vous montre une courbe qui vous montre un peu la situation de départ de l'action politique et des banques centrales vous voyez ici l'endettement des États unis par rapport à leur produit intérieur brut on part en dix neuf cent vingt tout à gauche et puis on voit qu'il y a eu une grande augmentation il y a eu l'entrée des États unis dans la guerre et pour financer la guerre on a augmenté les crédits et le taux d'endettement par rapport au PIB a ensuite chuté on est rentré dans une phase très saine ensuite une phase où l'octroi de crédits le développement de la masse monétaire s'est développé parallèlement au développement économique cela veut dire que la masse de crédit qui était développée servait l'économie réelle et la croissance économique alors pourquoi est ce que je vous montre tout cela eh bien parce que c'est à la base du système monétaire dans lequel nous évoluons actuellement on a vu des dépenses des États unis

augmenter dans les années soixante dix avec la guerre du Viêt Nam notamment et à ce moment là les États unis avaient le système de Bretton Woods l'étalon or c'est à dire que la création de crédits et d'argent était limitée par les réserves d'or des États unis et si on examine tout cela du côté financement de la guerre et financement social eh bien on constate que la conclusion qui a été tirée c'est d'abandonner le système de Bretton Woods et de l'étalon or et donc on a eu un système de production d'argent qui n'était plus couvert par quoi que ce soit de réel et il y a aussi beaucoup de devises qui étaient indirectement couplées à l'or car couplées au dollar et cela a été abandonné et on constate qu'il y a eu un développement exponentiel de la masse monétaire par rapport au développement économique et si vous examinez la courbe vous voyez que ce n'est pas linéaire et on voit que depuis dix neuf cent soixante dix on avait un rapport de trois pour un donc trois dollars de croissance de crédit était nécessaire pour avoir un dollar de croissance économique et on est finalement arrivé à six pour un donc en quelques mots c'est comme un drogué qui a toujours besoin de sa dose pour se stabiliser ici c'est la même chose et il y a pour les États unis euh et il y a eu euh beaucoup d'autres exemples dans le monde anglo saxon et en Europe et si cette courbe se brise on a d'énormes problèmes et si elle se brise non pas parce que les états remboursent leurs dettes mais parce que les consommateurs ont commencé à réduire leurs dettes à se désendetter de même que les entreprises américaines qui se sont désendettées ont nettoyé leurs bilans et si plusieurs grands groupes dans l'économie commencent à se désendetter alors cela a des conséquences déflationnaires assez importantes et ces conséquences énormes au niveau de la déflation depuis deux mille neuf les banques centrales les contrent avec des politiques inflationnistes pour contrer donc cette évolution alors comme je l'ai dit précédemment le système de Bretton Woods est terminé on n'a plus d'arrimage des devises au dollar et vous voyez que ce qui est décisif pour une monnaie qui n'est plus couverte par l'or ce qui est essentiel c'est la confiance l'argent il a deux grandes fonctions la fonction de paiement tout d'abord et ensuite la fonction de préservation de la valeur et si cette deuxième fonction on se met à en douter si les investisseurs si la population n'a plus confiance en la valeur de l'argent comme moyen de préserver la valeur alors il y a d'énormes mouvements de capitaux et ce sont ceux qu'on constate depuis deux mille neuf et on les a constaté dans le domaine des actifs qui ne sont pas couverts par des intérêts nominaux vous voyez l'évolution des bilans de la FED et de la BCE qui ont été grandement augmentés cela veut dire tout simplement que les banques centrales ont mis des crédits à disposition elles ont mis de liquidité à disposition vous voyez ici à gauche la croissance de la courbe de ces derniers temps pour la FED américaine il y a un nouveau programme en cours quatre vingt cinq milliards de dollars sont achetés chaque mois en bons hypothécaires et en autres titres et donc il y a une énorme croissance de la masse et de l'autre côté la BCE qui a été assez attentiste pendant un certain temps un nouveau programme a été lancé mais il y a des conditions les conditions c'est que les états membres se fassent protéger par le MES et si on examine l'évolution des écarts de taux pour les états de la f/ périphérie eh bien on constate que dans les dernières semaines on a eu une tendance assez constante mais il y a eu d'énormes évolutions sur les devises depuis que les japonais sont entrés dans ce jeu depuis qu'ils sont entrés massivement dans ce jeu même il y a un nouveau choc de liquidité pourrait on presque dire ou en tout cas des signes très clairs que la position des devises faibles s'est intensifiée et les japonais veulent maintenir leur devise à un niveau faible et ces énormes flux de liquidités qui viennent d'Asie arrivent surtout sur les marchés obligataires européens certains profitent de la faiblesse de leur devise nationale et ils

essaient de trouver de meilleurs rendements et ils les trouvent surtout dans les pays industriels les pays européens etcetera et si vous examinez les flux de devises les mouvements les principaux acheteurs de titres de la dette des pays d'Italie Espagne Europe du sud se trouvent surtout en Asie et au Japon toutes les grandes puissances monétaires ont une politique à peu près similaire nous avons parlé de États unis les britanniques font un peu la même chose la Banque centrale canadienne a surpris tout le monde en laissant tomber l'augmentation de ses taux pour laisser filer sa devise ce qui veut dire que toutes les grandes puissances ont pris des mesures pour ne pas trop laisser croître leur devise et la seule qui n'a pas agi ainsi c'est la zone euro les politiciens chez nous se félicitent du resserrement de l'écart de taux à court terme c'est une bonne chose évidemment on pense que la crise de la zone euro est terminée mais à moyen terme les conséquences peuvent être énormes si vous examinez l'évolution de l'euro par rapport aux autres devises y compris des pays qui sont directement concurrents de l'Europe pour les exportations vous constatez que le problème va se montrer très fort chez les entreprises dès ce trimestre ou le trimestre prochain examinez un peu la situation de Fiat ou Peugeot par rapport à Mazda Suzuki etcetera qui ont des coûts beaucoup plus bas et vous comprendrez et selon moi la zone euro aura encore bien de problèmes malgré l'euphorie qu'on peut constater actuellement alors revenons aux États unis les programmes de rachat de titres de la dette des grands pays ont pour conséquence que le plus grand créancier des États unis ce n'est plus la Chine ou même le Japon ce sont les États unis eux mêmes leur propre banque centrale qui détient le plus de titres de dette américains et dans une certaine mesure c'est la même chose aussi au Royaume uni puisque trente pourcent se trouvent sur les comptes de la banque centrale et donc on peut peut être remettre en cause l'indépendance des banques centrales alors voyons un peu les effets que cela peut avoir on dit qu'il y a des césures dans la structure qu'il faut tout repenser effacer tout ce qu'on a appris qu'on ne peut plus utiliser les connaissances dont on dispose et je pense vraiment effectivement qu'on vit dans un monde tout à fait nouveau et ce pas depuis hier mais en fait depuis deux mille neuf quand les États unis ont commencé à mener cette politique et les plus grands acteurs que sont présents sur le marché des devises les banques centrales se sont engagés se sont engagés vis à vis du facteur correcteur le plus important pour une économie orientée sur le marché c'est à dire les taux d'intérêt ils ont été manipulés ils ne répondent plus à la demande et à l'offre mais sont manipulés politiquement par les banques centrales ou sont orientés dans un sens ou dans l'autre souvent vers le bas et si vous examinez toutes les décisions des banques centrales ces derniers temps les seule tâches de ces banques centrales depuis deux mille neuf on constate alors que le seul but c'est de maintenir la capacité de paiement des états le but n'est absolument pas de stabiliser les prix bon euh c'est vrai euh ce n'est pas à l'ordre du jour étant donnée la faiblesse de l'économie de bien des états euh pour le moment l'inflation mais on constate tout de même que c'est un grand changement parce que par exemple le quantitative easing aux États unis ou bien les mesures de la banque centrale anglaise la BCE de la banque centrale japonaise toutes ces mesures qui sont prises par les banques centrales elles ont pour seul but de réduire les montagnes de dette des états et nous allons continuer dans cette voie dans le monde mais qu'est ce que cela veut dire si on change ce facteur correcteur et bien cela veut dire qu'il y a des effets sur l'économie réelle et sur les décisions d'investissement c'est un sujet qui va vous intéresser très certainement cela a des effets sur les investissements en capitaux le principe que les mauvais et les bons débiteurs paient des taux d'intérêt différents c'est un principe qui est annulé par la tendance actuelle et les taux d'intérêt sans risque

commencent à disparaître et qu'entends je par là la base qui a été la nôtre pendant des décennies pour investir des capitaux en tant qu'investisseur privé mais aussi institutionnel et aussi ce qui a régi le mouvement réglementaire et législatif c'était l'existence de taux sans risque c'est que si on faisait des investissements avec des émetteurs de bonne qualité on n'avait pas de risque ça a été à la base de bien des règlements et de bien des fonctionnements de fondations m/ de fonds pension d'assurance etcetera et si ce régime n'est plus disponible s'il n'y a plus cette prime alors cela aura des conséquences énormes et à plus long terme cela aura des effets de redistribution des capitaux très importants le danger c'est effectivement qu'il y ait de nombreuses redistributions assez erratiques ici vous voyez les taux allemands à cinq ans pour les bunds et vous voyez que c'est lié à l'inflation pendant tout un temps et à partir de deux mille neuf deux mille dix on est dans les taux négatifs historiquement depuis quatre vingtdix sept on a pu toujours avoir des rendements réels entre deux et quatre pourcent mais c'est terminé si vous achetez ces titres à cinq ans vous êtes certain chaque année de perdre deux à deux virgule cinq pourcent de votre richesse et donc c'est une perte de valeur pour les épargnants et donc c'est un transfert de richesse d'un groupe vers l'autre et cela reflète effectivement en ce moment la réalité et on risque de rester dans ces fourchettes de valeur et c'est sûr qu'à court terme on peut le supporter mais si ça continue à long terme ce sera catastrophique vous voyez la chute sur vingt ans sur trente ans en termes de perte de valeur de votre richesse alors cela veut dire qu'on n'a plus d'incitant à investir là où il n'y a plus de risque et pour maintenir son capital si vous voulez dans cinq ans avoir maintenu votre capital il faut se tourner vers autre chose avec la manière actuelle traditionnelle de constituer son capital avec des investissements assez sûrs on ne peut plus maintenir son capital cela veut dire qu'il y a deux possibilités soit on laisse courir les choses et vous savez que chaque année vous allez perdre quelque pourcent ou bien vous allez dans un autre sens vous prenez plus de risques et vous devez prendre des risques pour garder votre capital donc soit en choisissant des titres d'émetteurs de moins en moins bonne qualité avec des maturités de plus en plus longues et on constate que euh globalement euh effectivement les émetteurs sont de moins en moins bonne qualité ceux qui sont choisis du moins par les investisseurs ou bien alors on peut acheter d'autres types d'actifs c'est à dire qu'on n'est plus créancier on n'essaie plus d'emprunter de l'argent pour récupérer des intérêts etcetera on n'est plus créancier mais on devient propriétaire et quel est le risque décisif ici ce n'est pas tellement la volatilité à court terme mais ce sont les mouvements successifs qu'on constate sur le long terme et je pense qu'il ne faut pas d'ailleurs en termes de risques ne parler que de volatilité c'est beaucoup trop limité comme champ d'analyse parce qu'on peut supporter quelques changements de valeur quelques oscillations cela permet aussi à long terme de maintenir son capital et d'atteindre ses objectifs mais bon allons un peu plus loin nous allons essayer d'analyser la situation ce que je fais depuis deux mille six le but c'est de gérer le risque le but c'est de combiner les classes d'actifs pour que le risque soit supportable pour l'investisseur et pour cela il faut une grande diversification une grande variété d'actifs il faut aussi de la flexibilité ne pas s'orienter sur un benchmark de taux minimums mais aller plus loin et évidemment la qualité des actifs est essentielle qu'il s'agisse d'actions ou d'autre chose on ne sera pas tout au dessus si le DAX augmente de dix pourcent vous n'augmenterez pas de douze pourcent mais si le DAX chute de dix pourcent vous ne voulez pas perdre tout cela vous voulez vous retrouver au milieu et donc le but est effectivement d'avoir une qualité il ne faut pas ne faire que prendre des risques le but c'est de maintenir en termes réels son capital en

s'engageant dans différentes classes d'actifs alors voilà en quelques mots un thème bien complexe de stratégie d'investissement mais l'essentiel euh c'est inévitable c'est qu'on repense les redistributions des actifs je pense qu'on va avoir des redistributions très importantes dans les différentes classes d'actifs jusqu'ici avec la politique d'investissement et la réglementation qui existaient on n'avait aucune chance d'atteindre ses objectifs d'investissement avec des assurances vie ou des autres types d'assurance classiques et cela va créer des changements très importants pour le moment on essaie d'agir surtout sur les maturités qui s'allongent et sur la qualité des émetteurs qui baisse leur solvabilité qui baisse mais cela va encore bien évoluer je pense qu'il va devoir y avoir de grandes redistributions dans les types d'actifs on ne peut pas imaginer une autre issue les grands perdants comme nous le montre l'histoire ce sont les épargnants et il sera décisif que chacun accepte que le monde d'avant deux mille neuf n'est plus celui d'aujourd'hui il faut bien le comprendre pour ne pas être les perdants du système un ami m'a dit on peut ignorer la réalité et beaucoup le font pour le moment mais on ne peut pas ignorer les conséquences de cette réalité et je pense que ce qui est décisif c'est de garder à l'esprit qu'il faut changer le type d'actifs qu'on détient procéder à des redistributions des rééquilibrages vu que la situation que nous connaissons actuellement va se poursuivre et comme je l'ai dit que le monde d'hier est bien différent de celui dans lequel nous vivons aujourd'hui merci

Annexe 4: Text used to produce READ, with a French translation of deleted passages

[translation of deleted passages]

[Huber Reuss et compagnie a été fondé en 2000. C'est un des principaux gestionnaires de fortune indépendants en Allemagne. Nous nous spécialisons dans les services aux particuliers, aux « high-net-worth individuals », aux investisseurs institutionnels et aux fonds d'investissement. Notre société se focalise sur l'approche « total-return ». Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si j'ai développé un rapport fructueux avec l'entreprise relativement vite. Notre stratégie principale repose sur le maintien de la valeur réelle du patrimoine. La société emploie actuellement vingt et une personnes. Notre travail est très ciblé : nous ne nous dispersons pas dans des secteurs secondaires, ce qui veut dire que parmi ces vingt et une personnes, quatorze s'occupent de la gestion de fonds, pour un total se chiffrant actuellement à environ un milliard, en incluant la gestion de patrimoines de particuliers, mais aussi de clients institutionnels comme des compagnies d'assurance des « family offices » ou des fondations. Notre siège est à Munich et nous avons une filiale à Ingolstadt. Autrement dit, nous nous concentrons très clairement sur le sud du pays.]

Je vais parler des actifs. Et je ne vais pas vous ennuyer longuement avec des graphiques ou des citations que vous avez déjà entendues souvent dans les dernières semaines, voire les derniers jours.

Cela fait six ans que je me penche sur ces questions. On en parlait peu il y a six ans. Mais maintenant, on en parle tous les jours dans la presse. Et ce que j'avais annoncé à l'époque, les

prévisions de l'époque qu'on pouvait faire sur le comportement des banques centrales, ça se confirme tous les jours. Et ça conforte mon impression qu'on n'est pas à la fin de ces mouvements de politique monétaire, mais qu'ils vont encore se poursuivre très longuement.

Alors, je vous montre une courbe qui vous montre un peu la situation de départ de l'action politique et des banques centrales. Vous voyez ici l'endettement des États-Unis par rapport à leur produit intérieur brut.

On part en 1920, tout à gauche. Et puis on voit qu'il y a eu une grande augmentation. Il y a eu l'entrée des États-Unis dans la guerre. Et pour financer la guerre, on a augmenté les crédits.

Et le taux d'endettement par rapport au PIB a ensuite chuté. On est rentré dans une phase très saine ensuite. Une phase où l'octroi de crédits, le développement de la masse monétaire, s'est développé parallèlement au développement économique. Cela veut dire que la masse de crédit qui était développée servait l'économie réelle et la croissance économique.

Alors, pourquoi est-ce que je vous montre tout cela ? Et bien, parce que c'est à la base du système monétaire dans lequel nous évoluons actuellement.

On a vu des dépenses des États-Unis augmenter dans les années 70, avec la guerre du Viêt Nam, notamment. Et à ce moment-là, les États-Unis avaient le système de Bretton Woods, l'étalon-or. C'est-à-dire que la création de crédits et d'argent était limitée par les réserves d'or des États-Unis.

Et si on examine tout cela du côté financement de la guerre et financement social, et bien, on constate que la conclusion qui a été tirée, c'est d'abandonner le système de Bretton Woods et de l'étalon-or.

[...]

Et donc on a eu un système de production d'argent qui n'était plus couvert par quoi que ce soit de réel. Et il y a aussi beaucoup de devises qui étaient indirectement couplées à l'or, car couplées au dollar. Et cela a été abandonné. Et on constate qu'il y a eu un développement exponentiel de la masse monétaire par rapport au développement économique.

Et si vous examinez la courbe, vous voyez que ce n'est pas linéaire. Et on voit que depuis 1970, on avait un rapport de 3 pour 1. Donc, 3 dollars de croissance de crédit étaient nécessaires pour avoir 1 dollar de croissance économique. Et on est finalement arrivé à 6 pour 1. Donc, en quelques mots, c'est comme un drogué qui a toujours besoin de sa dose pour se stabiliser. Ici, c'est la même chose. Et il y a pour les États-Unis. Et il y a eu beaucoup d'autres exemples dans le monde anglo-saxon et en Europe.

[Et si cette hausse – [question du public] jusqu'où peut-elle aller cette hausse ? – La tendance, c'est ce qu'on voit au Japon. C'est qu'il n'y pas de limite, tant qu'existent des instances pour

financer l'endettement. En dernier recours, après que le secteur privé s'est retiré, la dernière instance, sont les banques centrales elles-mêmes. Je vais y revenir.]

Et si cette courbe se brise, on a d'énormes problèmes. Et si elle se brise, non pas parce que les États remboursent leurs dettes, mais parce que les consommateurs ont commencé à réduire leurs dettes, à se désendetter, de même que les entreprises américaines, qui se sont désendettées, ont nettoyé leurs bilans. Et si plusieurs grands groupes dans l'économie commencent à se désendetter, alors, cela a des conséquences déflationnistes assez importantes. Et ces conséquences énormes au niveau de la déflation, depuis 2009, les banques centrales le contrent avec des politiques inflationnistes, pour contrer, donc, cette évolution.

* [STOP] *

Alors, comme je l'ai dit précédemment, le système de Bretton Woods est terminé. On n'a plus d'arrimage des devises au dollar.

[...]

Et vous voyez que ce qui est décisif pour une monnaie qui n'est plus couverte par l'or, ce qui est essentiel, c'est la confiance.

L'argent, il a deux grandes fonctions : la fonction de paiement, tout d'abord, et ensuite, la fonction de préservation de la valeur. Et si cette deuxième fonction, on se met à en douter, si les investisseurs, si la population n'a plus confiance en la valeur de l'argent comme moyen de préserver la valeur, alors, il y a d'énormes mouvements de capitaux. Et ce sont ceux qu'on constate depuis 2009. Et on les a constatés dans le domaine des actifs qui ne sont pas couverts par des intérêts nominaux.

Vous voyez l'évolution des bilans de la Fed et de la BCE, qui ont été grandement augmentés. Cela veut dire tout simplement que les banques centrales ont mis des crédits à disposition, ont mis des liquidités à disposition.

Vous voyez ici à gauche la croissance de la courbe de ces derniers temps pour la Fed américaine. Il y a un nouveau programme en cours. 85 milliards de dollars sont achetés chaque mois en bons hypothécaires et en autres titres. Et donc, il y a une énorme croissance de la masse.

Et de l'autre côté, la BCE, qui a été assez attentiste pendant un certain temps. Un nouveau programme a été lancé, mais il y a des conditions. Les conditions, c'est que les États membres se fassent protéger par le MES. Et si on examine l'évolution des écarts de taux pour les États de la périphérie, et bien, on constate que, dans les dernières semaines, on a eu une tendance assez constante.

[...]

Mais il y a eu d'énormes évolutions sur les devises. Depuis que les Japonais sont entrés dans ce jeu, depuis qu'ils sont entrés massivement dans ce jeu, même, il y a un nouveau choc des liquidités, pourrait-on presque dire. Ou en tout cas, des signes très clairs que la position des devises faibles s'est intensifiée. Et les Japonais veulent maintenir leur devise à un niveau faible.

Et ces énormes flux de liquidités qui viennent d'Asie arrivent surtout sur les marchés obligataires européens. Certains profitent de la faiblesse de leur devise nationale. Et ils essaient de trouver de meilleurs rendements. Et ils les trouvent surtout dans les pays industriels, les pays européens, etc.

Et si vous examinez les flux de devises, les mouvements, les principaux acheteurs de titres de la dette des pays, d'Italie, Espagne, Europe du Sud, se trouvent surtout en Asie et au Japon.

Toutes les grandes puissances monétaires ont une politique à peu près similaire. Nous avons parlé des États-Unis. Les Britanniques font un peu la même chose. La banque centrale canadienne a surpris tout le monde en laissant tomber l'augmentation de ses taux pour laisser filer sa devise. Ce qui veut dire que toutes les grandes puissances ont pris des mesures pour ne pas trop laisser croître leur devise.

Et la seule qui n'a pas agi ainsi, c'est la zone euro. Les politiciens chez nous se félicitent du resserrement de l'écart de taux. À court terme, c'est une bonne chose, évidemment. On pense que la crise de la zone euro est terminée. Mais à moyen terme, les conséquences peuvent être énormes.

Si vous examinez l'évolution de l'euro par rapport aux autres devises, y compris des pays qui sont directement concurrents de l'Europe pour les exportations, vous constatez que le problème va se montrer très fort chez les entreprises dès ce trimestre ou le trimestre prochain.

Examinez un peu la situation de Fiat ou Peugeot par rapport à Mazda, Suzuki, etc., qui ont des coûts beaucoup plus bas, et vous comprendrez. Et selon moi, la zone euro aura encore bien des problèmes, malgré l'euphorie qu'on peut constater actuellement.

Alors, revenons aux États-Unis. Les programmes de rachat de titres de la dette des grands pays ont pour conséquence que le plus grand créancier des États-Unis, ce n'est plus la Chine ou même le Japon. Ce sont les États-Unis eux-mêmes, leur propre banque centrale, qui détient le plus de titres de dette américains. Et dans une certaine mesure, c'est la même chose aussi au Royaume-Uni, puisque 30 % se trouvent sur les comptes de la banque centrale. Et donc, on peut peut-être remettre en cause l'indépendance des banques centrales.

* [STOP] *

Alors, voyons un peu les effets que cela peut avoir. On dit qu'il y a des césures dans la structure, qu'il faut tout repenser, effacer tout ce qu'on a appris, qu'on ne peut plus utiliser les connaissances dont on dispose. Et je pense vraiment, effectivement, qu'on vit dans un monde

tout à fait nouveau. Et ce, pas depuis hier, mais, en fait, depuis 2009, quand les États-Unis ont commencé à mener cette politique.

Et les plus grands acteurs qui sont présents sur le marché des devises, les banques centrales, se sont engagés, se sont engagés vis-à-vis du facteur correcteur le plus important pour une économie orientée sur le marché, c'est-à-dire les taux d'intérêt. Ils ont été manipulés. Ils ne répondent plus à la demande et à l'offre, mais sont manipulés politiquement par les banques centrales, ou sont orientés dans un sens ou dans l'autre, souvent vers le bas.

Et si vous examinez toutes les décisions des banques centrales, ces derniers temps, les seules tâches de ces banques centrales depuis 2009, on constate alors que le seul but, c'est de maintenir la capacité de paiement des États. Le but n'est absolument plus de stabiliser les prix. Bon, c'est vrai, ce n'est pas à l'ordre du jour étant donné la faiblesse de l'économie de bien des États, pour le moment, l'inflation. Mais on constate tout de même que c'est un grand changement. Parce que, par exemple, le quantitative easing aux États-Unis ou bien les mesures de la banque centrale anglaise, la BCE, de la banque centrale japonaise, toutes ces mesures qui sont prises par les banques centrales, elles ont pour seul but de réduire les montagnes de dette des États. Et nous allons continuer dans cette voie dans le monde.

Mais qu'est-ce que cela veut dire, si on change ce facteur correcteur ? Et bien cela veut dire qu'il y a des effets sur l'économie réelle et sur les décisions d'investissement. C'est un sujet qui va vous intéresser très certainement. Cela a des effets sur les investissements en capitaux. Le principe que les mauvais et les bons débiteurs paient des taux d'intérêt différents, c'est un principe qui est annulé par la tendance actuelle.

Et les taux d'intérêt sans risque commencent à disparaître. Et qu'entends-je par là ? La base qui a été la nôtre pendant des décennies pour investir des capitaux en tant qu'investisseur privé, mais aussi institutionnel, et aussi ce qui a régi le mouvement réglementaire et législatif, c'était l'existence de taux sans risque. C'est que si on faisait des investissements avec des émetteurs de bonne qualité, on n'avait pas de risque. Ça a été à la base de bien des règlements et de bien des fonctionnements de fondations, de fonds de pension, d'assurances, etc.

Et si ce régime n'est plus disponible, s'il n'y a plus cette prime, alors cela aura des conséquences énormes. Et à plus long terme, cela aura des effets de redistribution des capitaux très importants. Le danger, c'est effectivement qu'il y ait de nombreuses redistributions assez erratiques.

Ici, vous voyez les taux allemands à cinq ans, pour les Bunds. Et vous voyez que c'est lié à l'inflation pendant tout un temps. Et à partir de 2009-2010, on est dans les taux négatifs. Historiquement, depuis 97, on a pu toujours avoir des rendements réels entre 2 et 4 %. Mais c'est terminé. Si vous achetez ces titres à cinq ans, vous êtes certain, chaque année, de perdre 2 à 2,5 % de votre richesse. Et donc, c'est une perte de valeur pour les épargnants. Et donc, c'est un transfert de richesse d'un groupe vers l'autre.

[...]

Et cela reflète effectivement en ce moment la réalité. Et on risque de rester dans ces fourchettes de valeur.

Et c'est sûr qu'à court terme, on peut le supporter. Mais si ça continue, à long terme, ce sera catastrophique. Vous voyez la chute sur 20 ans, sur 30 ans, en termes de perte de valeur de votre richesse. Alors, cela veut dire qu'on n'a plus d'incitant à investir là où il n'y a plus de risque. Et pour maintenir son capital, si vous voulez, dans cinq ans, avoir maintenu votre capital, il faut se tourner vers autre chose. Avec la manière actuelle, traditionnelle, de constituer son capital, avec des investissements assez sûrs, on ne peut plus maintenir son capital.

* [STOP] *

Cela veut dire qu'il y a deux possibilités : soit on laisse courir les choses. Et vous savez que chaque année, vous allez perdre quelques pour cent. Ou bien vous allez dans un autre sens. Vous prenez plus de risques. Et vous devez prendre des risques pour garder votre capital.

Donc soit en choisissant des titres d'émetteurs de moins en moins bonne qualité avec des maturités de plus en plus longues – et on constate que globalement, effectivement, les émetteurs sont de moins en moins bonne qualité, ceux qui sont choisis du moins par les investisseurs – ou bien alors, on peut acheter d'autres types d'actifs. C'est-à-dire qu'on n'est plus créancier. On n'essaie plus d'emprunter de l'argent pour récupérer des intérêts, etc. On n'est plus créancier, mais on devient propriétaire.

Et quel est le risque décisif ici ? Ce n'est pas tellement la volatilité à court terme. Mais ce sont les mouvements successifs qu'on constate sur le long terme. Et je pense qu'il ne faut pas d'ailleurs, en termes de risque, ne parler que de volatilité. C'est beaucoup trop limité, comme champ d'analyse. Parce qu'on peut supporter quelques changements de valeur, quelques oscillations. Cela permet aussi à long terme de maintenir son capital et d'atteindre ses objectifs.

[Vu l'heure, je ne m'attarderai pas davantage sur les aspects macroéconomiques, mais simplement vous dire que les dettes des États ne seront pas remboursées, certainement pas. Dans l'OCDE, à part la Norvège, aucun pays ne réalise d'excédent budgétaire. Par conséquent, les États ne rembourseront jamais leurs dettes nominales. Alors on essaye de maîtriser le taux d'endettement, c'est d'ailleurs le critère cardinal dans tous les contrats, sans passer par le remboursement des dettes, mais via une hausse du PIB. Le levier, c'est le niveau des prix. C'est-à-dire que le PIB nominal correspond au PIB réel multiplié par le niveau des prix. Et les taux négatifs combinés à l'inflation servent précisément à réduire le taux d'endettement. L'Histoire le montre bien : dans les années quarante, aux États-Unis, c'était la même politique qu'aujourd'hui. Le taux d'endettement était de cent vingt pour cent du PIB et en dix ou quinze ans, il est tombé à soixante pour cent grâce à des taux d'intérêt nuls. Donc, aucun intérêt versé par l'État et inflation élevée : tel est l'objectif de la politique anglo-saxonne et celui de toutes les mesures jusqu'à ce jour. Mais un bien comme l'argent, s'il est multiplié comme cela, perd en valeur par rapport à des biens rares. C'est je pense bien compréhensible. Et les cours de l'or en sont le meilleur exemple : sur ce diagramme sont indiqués en bleu ciel

les bilans de la banque centrale américaine et en couleur plus sombre, les cours de l'or. Et compte tenu des décisions prises tous les mois, vous pouvez tabler sur le fait que l'or va rester parmi les classes d'actifs intéressantes.]

Mais bon, allons un peu plus loin. Nous allons essayer d'analyser la situation, ce que je fais depuis 2006. Le but, c'est de gérer le risque. Le but, c'est de combiner les classes d'actifs pour que le risque soit supportable pour l'investisseur. Et pour cela, il faut une grande diversification, une grande variété d'actifs. Il faut aussi de la flexibilité. Ne pas s'orienter sur un benchmark de taux minimums, mais aller plus loin. Et évidemment, la qualité des actifs est essentielle.

Qu'il s'agisse d'actions ou d'autre chose, on ne sera pas tout au-dessus. Si le Dax augmente de 10 %, vous n'augmenterez pas de 12 %. Mais si le Dax chute de 10 %, vous ne voulez pas perdre tout cela. Vous voulez vous retrouver au milieu. Et donc, le but est effectivement d'avoir une qualité. Il ne faut pas ne faire que prendre des risques. Le but, c'est de maintenir en termes réels son capital en s'engageant dans différentes classes d'actifs.

[Voici la répartition actuelle : quinze pour cent dans les matières premières ; nous avons accru la part des métaux précieux ; quatorze pour cent pour l'immobilier ; les actifs réels avec une bonne qualité de bilan et des dividendes élevés ainsi qu'une politique commerciale pérenne, environ quarante pour cent, voire plus ; l'aspect monétaire est diversifié, ou l'était – les chiffres datent du trente et un décembre – je pense en effet que fondamentalement, indépendamment des évolutions de l'euro, nous devons dire adieu à l'investissement qui, pour les Allemands, consistait à se reposer sur une monnaie nationale forte. La politique de la Bundesbank, c'est terminé. L'union monétaire peut être qualifiée d'italienne, non pas parce qu'elle est dirigée par Draghi, mais parce que le bilan de la BCE s'est dégradé de façon répétée et structurelle. L'un des piliers de sa politique est et restera de ne pas laisser trop s'apprécier l'euro. La BCE s'est donné un plan clair : elle doit mener sa politique en fonction des membres les plus faibles pour ne pas menacer l'union monétaire. Par conséquent, à mon sens, la répartition du portefeuille monétaire n'est pas de la spéculation, mais une diversification du risque, y compris pour les investisseurs allemands et de la zone euro. C'est décisif, car ces prochaines années, la question ne portera plus sur les risques et les opportunités en matière de devises étrangères, mais plutôt sur la diversification du risque et sur le recours à d'autres devises fortes. Cette stratégie est encore récente. Si cela vous intéresse, vous pouvez voir ce que j'ai fait chez Pioneer sur une durée plus longue. Ici, nous avons commencé en avril, à l'époque du boom des SMP, ici, pour le trente et un décembre, vous voyez les entreprises dans lesquelles nous investissons pour le volet actions. Vous connaissez la plupart d'entre elles.]

Alors voilà, en quelques mots, un thème bien complexe de stratégie d'investissement.

Mais l'essentiel, c'est inévitable, c'est qu'on repense les redistributions des actifs. Je pense qu'on va avoir des redistributions très importantes dans les différentes classes d'actifs. Jusqu'ici, avec la politique d'investissement et la réglementation qui existaient, on n'avait aucune chance d'atteindre ses objectifs d'investissement avec des assurances-vie ou des autres types d'assurances classiques. Et cela va créer des changements très importants.

Pour le moment, on essaie d'agir surtout sur les maturités qui s'allongent et sur la qualité des émetteurs qui baisse, leur solvabilité qui baisse. Mais cela va encore bien évoluer.

Je pense qu'il va devoir y avoir de grandes distributions dans les types d'actifs. On ne peut pas imaginer une autre issue.

Les grands perdants, comme nous le montre l'histoire, ce sont les épargnants. Et il sera décisif que chacun accepte que le monde d'avant 2009 n'est plus celui d'aujourd'hui. Il faut bien le comprendre pour ne pas être les perdants du système.

Un ami m'a dit : « On peut ignorer la réalité – et beaucoup le font pour le moment –. Mais on ne peut pas ignorer les conséquences de cette réalité. » Et je pense que ce qui est décisif, c'est de garder à l'esprit qu'il faut changer le type d'actifs qu'on détient, procéder à des redistributions, des rééquilibrages, vu que la situation que nous connaissons actuellement va se poursuivre. Et comme je l'ai dit, que le monde d'hier est bien différent de celui dans lequel nous vivons aujourd'hui. Merci.

Annexe 5: Text used to produce READ, with indication of time lapse

00'12" Je vais parler des actifs. Et je ne vais pas vous ennuyer longuement avec des graphiques ou des citations que vous avez déjà entendus souvent dans les dernières semaines, voire les derniers jours.

00'30" Cela fait six ans que je me penche sur ces questions. On en parlait peu il y a six ans. Mais maintenant, on en parle tous les jours dans la presse. Et ce que j'avais annoncé à l'époque, les prévisions de l'époque qu'on pouvait faire sur le comportement des banques centrales, ça se confirme tous les jours. Et ça conforte mon impression qu'on n'est pas à la fin de ces mouvements de politique monétaire, mais qu'ils vont encore se poursuivre très longuement.

01'00" Alors, je vous montre une courbe qui vous montre un peu la situation de départ de l'action politique et des banques centrales. Vous voyez ici l'endettement des États-Unis par rapport à leur produit intérieur brut.

01'22" On part en 1920, tout à gauche. Et puis on voit qu'il y a eu une grande augmentation. Il y a eu l'entrée des États-Unis dans la guerre. Et pour financer la guerre, on a augmenté les crédits.

01'38" Et le taux d'endettement par rapport au PIB a ensuite chuté. On est rentré dans une phase très saine ensuite. Une phase où l'octroi de crédits, le développement de la masse monétaire, s'est développé parallèlement au développement économique. Cela veut dire que la masse de crédit qui était développée servait l'économie réelle et la croissance économique.

02'08" Alors, pourquoi est-ce que je vous montre tout cela ? Et bien, parce que c'est à la base du système monétaire dans lequel nous évoluons actuellement.

02'19" On a vu des dépenses des États-Unis augmenter dans les années 70, avec la guerre du Viêt Nam, notamment. Et à ce moment-là, les États-Unis avaient le système de Bretton Woods, l'étalon-or. C'est-à-dire que la création de crédits et d'argent était limitée par les réserves d'or des États-Unis.

02'40" Et si on examine tout cela du côté financement de la guerre et financement social, et bien, on constate que la conclusion qui a été tirée, c'est d'abandonner le système de Bretton Woods et de l'étalon-or.

[...]

03'00" Et donc on a eu un système de production d'argent qui n'était plus couvert par quoi que ce soit de réel. Et il y a aussi beaucoup de devises qui étaient indirectement couplées à l'or, car couplées au dollar. Et cela a été abandonné. Et on constate qu'il y a eu un développement exponentiel de la masse monétaire par rapport au développement économique.

03'27" Et si vous examinez la courbe, vous voyez que ce n'est pas linéaire. Et on voit que depuis 1970, on avait un rapport de 3 pour 1. Donc, 3 dollars de croissance de crédit étaient nécessaires pour avoir 1 dollar de croissance économique. Et on est finalement arrivé à 6 pour 1. Donc, en quelques mots, c'est comme un drogué qui a toujours besoin de sa dose pour se stabiliser. Ici, c'est la même chose. Et il y a pour les États-Unis. Et il y a eu beaucoup d'autres exemples dans le monde anglo-saxon et en Europe.

04'10" Et si cette courbe se brise, on a d'énormes problèmes. Et si elle se brise, non pas parce que les États remboursent leurs dettes, mais parce que les consommateurs ont commencé à réduire leurs dettes, à se désendetter, de même que les entreprises américaines, qui se sont désendettées, ont nettoyé leurs bilans. Et si plusieurs grands groupes dans l'économie commencent à se désendetter, alors, cela a des conséquences déflationnistes assez importantes. Et ces conséquences énormes au niveau de la déflation, depuis 2009, les banques centrales le contrent avec des politiques inflationnistes, pour contrer, donc, cette évolution.

* [STOP] *

05'01" Alors, comme je l'ai dit précédemment, le système de Bretton Woods est terminé. On n'a plus d'arrimage des devises au dollar.

[...]

05'15" Et vous voyez que ce qui est décisif pour une monnaie qui n'est plus couverte par l'or, ce qui est essentiel, c'est la confiance.

05'26"

L'argent, il a deux grandes fonctions : la fonction de paiement, tout d'abord, et ensuite, la fonction de préservation de la valeur. Et si cette deuxième fonction, on se met à en douter, si les investisseurs, si la population n'a plus confiance en la valeur de l'argent comme moyen de préserver la valeur, alors, il y a d'énormes mouvements de capitaux. Et ce sont ceux qu'on constate depuis 2009. Et on les a constatés dans le domaine des actifs qui ne sont pas couverts par des intérêts nominaux.

06'06"

Vous voyez l'évolution des bilans de la Fed et de la BCE, qui ont été grandement augmentés. Cela veut dire tout simplement que les banques centrales ont mis des crédits à disposition, ont mis des liquidités à disposition.

06'22"

Vous voyez ici à gauche la croissance de la courbe de ces derniers temps pour la Fed américaine. Il y a un nouveau programme en cours. 85 milliards de dollars sont achetés chaque mois en bons hypothécaires et en autres titres. Et donc, il y a une énorme croissance de la masse.

06'46"

Et de l'autre côté, la BCE, qui a été assez attentiste pendant un certain temps. Un nouveau programme a été lancé, mais il y a des conditions. Les conditions, c'est que les États membres se fassent protéger par le MES. Et si on examine l'évolution des écarts de taux pour les États de la périphérie, et bien, on constate que dans les dernières semaines, on a eu une tendance assez constante.

[...]

07'26"

Mais il y a eu d'énormes évolutions sur les devises. Depuis que les Japonais sont entrés dans ce jeu, depuis qu'ils sont entrés massivement dans ce jeu, même, il y a un nouveau choc des liquidités, pourrait-on presque dire. Ou en tout cas, des signes très clairs que la position des devises faibles s'est intensifiée. Et les Japonais veulent maintenir leur devise à un niveau faible.

08'05" Et ces énormes flux de liquidités qui viennent d'Asie arrivent surtout sur les marchés obligataires européens. Certains profitent de la faiblesse de leur devise nationale. Et ils essaient de trouver de meilleurs rendements. Et ils les trouvent surtout dans les pays industriels, les pays européens, etc.

08'28" Et si vous examinez les flux de devises, les mouvements, les principaux acheteurs de titres de la dette des pays, d'Italie, Espagne, Europe du Sud, se trouvent surtout en Asie et au Japon.

08'44" Toutes les grandes puissances monétaires ont une politique à peu près similaire. Nous avons parlé des États-Unis. Les Britanniques font un peu la même chose. La banque centrale canadienne a surpris tout le monde en laissant tomber l'augmentation de ses taux pour laisser filer sa devise. Ce qui veut dire que toutes les grandes puissances ont pris des mesures pour ne pas trop laisser croître leur devise.

09'14" Et la seule qui n'a pas agi ainsi, c'est la zone euro. Les politiciens chez nous se félicitent du resserrement de l'écart de taux. À court terme, c'est une bonne chose, évidemment. On pense que la crise de la zone euro est terminée. Mais à moyen terme, les conséquences peuvent être énormes.

09'33" Si vous examinez l'évolution de l'euro par rapport aux autres devises, y compris des pays qui sont directement concurrents de l'Europe pour les exportations, vous constatez que le problème va se montrer très fort chez les entreprises dès ce trimestre ou le trimestre prochain.

09'52" Examinez un peu la situation de Fiat ou Peugeot par rapport à Mazda, Suzuki, etc., qui ont des coûts beaucoup plus bas, et vous comprendrez. Et selon moi, la zone euro aura encore bien des problèmes, malgré l'euphorie qu'on peut constater actuellement.

10'10" Alors, revenons aux États-Unis. Les programmes de rachat de titres de la dette des grands pays ont pour conséquence que le plus grand créancier des États-Unis, ce n'est plus la Chine ou même le Japon. Ce sont les États-Unis eux-mêmes, leur propre banque centrale, qui détient le plus de titres de dette américains. Et dans une certaine mesure, c'est la même chose aussi au Royaume-Uni, puisque 30 % se trouvent sur les comptes de la banque centrale. Et donc, on peut peut-être remettre en cause l'indépendance des banques centrales.

10'44"

* [STOP] *

10'50" Alors, voyons un peu les effets que cela peut avoir. On dit qu'il y a des césures dans la structure, qu'il faut tout repenser, effacer tout ce qu'on a appris, qu'on ne peut plus utiliser les connaissances dont on dispose. Et je pense vraiment, effectivement, qu'on vit dans un monde tout à fait nouveau. Et ce, pas depuis hier, mais, en fait, depuis 2009, quand les États-Unis ont commencé à mener cette politique.

11'19" Et les plus grands acteurs qui sont présents sur le marché des devises, les banques centrales, se sont engagés, se sont engagés vis-à-vis du facteur correcteur le plus important pour une économie orientée sur le marché, c'est-à-dire les taux d'intérêt. Ils ont été manipulés. Ils ne répondent plus à la demande et à l'offre, mais sont manipulés politiquement par les banques centrales, ou sont orientés dans un sens ou dans l'autre, souvent vers le bas.

11'46" Et si vous examinez toutes les décisions des banques centrales, ces derniers temps, les seules tâches de ces banques centrales depuis 2009, on constate alors que le seul but, c'est de maintenir la capacité de paiement des États. Le but n'est absolument plus de stabiliser les prix. Bon, c'est vrai, ce n'est pas à l'ordre du jour étant donné la faiblesse de l'économie de bien des États, pour le moment, l'inflation. Mais on constate tout de même que c'est un grand changement. Parce que, par exemple, le quantitative easing aux États-Unis ou bien les mesures de la banque centrale anglaise, la BCE, de la banque centrale japonaise, toutes ces mesures qui sont prises par les banques centrales, elles ont pour seul but de réduire les montagnes de dette des États. Et nous allons continuer dans cette voie dans le monde.

12'36" Mais qu'est-ce que cela veut dire, si on change ce facteur correcteur ? Et bien cela veut dire qu'il y a des effets sur l'économie réelle et sur les décisions d'investissement. C'est un sujet qui va vous intéresser très certainement. Cela a des effets sur les investissements en capitaux. Le principe que les mauvais et les bons débiteurs paient des taux d'intérêt différents, c'est un principe qui est annulé par la tendance actuelle.

13'07"

Et les taux d'intérêt sans risque commencent à disparaître. Et qu'entends-je par là ? La base qui a été la nôtre pendant des décennies pour investir des capitaux en tant qu'investisseur privé, mais aussi institutionnel, et aussi ce qui a régi le mouvement réglementaire et législatif, c'était l'existence de taux sans risque. C'est que si on faisait des investissements avec des émetteurs de bonne qualité, on n'avait pas de risque. Ça a été à la base de bien des règlements et de bien des fonctionnements de fondations, de fonds de pension, d'assurances, etc.

13'53"

Et si ce régime n'est plus disponible, s'il n'y a plus cette prime, alors cela aura des conséquences énormes. Et à plus long terme, cela aura des effets de redistribution des capitaux très importants. Le danger, c'est effectivement qu'il y ait de nombreuses redistributions assez erratiques.

14'21"

Ici, vous voyez les taux allemands à cinq ans, pour les Bunds. Et vous voyez que c'est lié à l'inflation pendant tout un temps. Et à partir de 2009-2010, on est dans les taux négatifs. Historiquement, depuis 97, on a pu toujours avoir des rendements réels entre 2 et 4 %. Mais c'est terminé. Si vous achetez ces titres à cinq ans, vous êtes certain, chaque année, de perdre 2 à 2,5 % de votre richesse. Et donc, c'est une perte de valeur pour les épargnants. Et donc, c'est un transfert de richesse d'un groupe vers l'autre.

[...]

15'13"

Et cela reflète effectivement en ce moment la réalité. Et on risque de rester dans ces fourchettes de valeur.

15'22"

Et c'est sûr qu'à court terme, on peut le supporter. Mais si ça continue, à long terme, ce sera catastrophique. Vous voyez la chute sur 20 ans, sur 30 ans, en termes de perte de valeur de votre richesse. Alors, cela veut dire qu'on n'a plus d'incitant à investir là où il n'y a plus de risque. Et pour maintenir son capital, si vous voulez, dans cinq ans, avoir maintenu votre capital, il faut se tourner vers autre chose. Avec la manière actuelle, traditionnelle, de constituer son capital, avec des investissements assez sûrs, on ne peut plus maintenir son capital.

* [STOP] *

16'05"

Cela veut dire qu'il y a deux possibilités : soit on laisse courir les choses. Et vous savez que chaque année, vous allez perdre quelques pour cent. Ou bien vous allez dans un autre sens. Vous prenez plus de risques. Et vous devez prendre des risques pour garder votre capital.

16'22"

Donc soit en choisissant des titres d'émetteurs de moins en moins bonne qualité avec des maturités de plus en plus longues – et on constate que globalement, effectivement, les émetteurs sont de moins en moins bonne qualité, ceux qui sont choisis du moins par les investisseurs – ou bien alors, on peut acheter d'autres types d'actifs. C'est-à-dire qu'on n'est plus créancier. On n'essaie plus d'emprunter de l'argent pour récupérer des intérêts, etc. On n'est plus créancier, mais on devient propriétaire.

16'57"

Et quel est le risque décisif ici ? Ce n'est pas tellement la volatilité à court terme. Mais ce sont les mouvements successifs qu'on constate sur le long terme. Et je pense qu'il ne faut pas d'ailleurs, en termes de risque, ne parler que de volatilité. C'est beaucoup trop limité, comme champ d'analyse. Parce qu'on peut supporter quelques changements de valeur, quelques oscillations. Cela permet aussi à long terme de maintenir son capital et d'atteindre ses objectifs.

17'35"

Mais bon, allons un peu plus loin. Nous allons essayer d'analyser la situation, ce que je fais depuis 2006. Le but, c'est de gérer le risque. Le but, c'est de combiner les classes d'actifs pour que le risque soit supportable pour l'investisseur. Et pour cela, il faut une grande diversification, une grande variété d'actifs. Il faut aussi de la flexibilité. Ne pas s'orienter sur un benchmark de taux minimums, mais aller plus loin. Et évidemment, la qualité des actifs est essentielle.

18'17"

Qu'il s'agisse d'actions ou d'autre chose, on ne sera pas tout au-dessus. Si le Dax augmente de 10 %, vous n'augmenterez pas de 12 %. Mais si le Dax chute de 10 %, vous ne voulez pas perdre tout cela. Vous voulez vous retrouver au milieu. Et donc, le but est effectivement d'avoir une qualité. Il ne faut pas ne faire que prendre des risques. Le but, c'est de maintenir en termes réels son capital en s'engageant dans différentes classes d'actifs.

18'52" Alors voilà, en quelques mots, un thème bien complexe de stratégie d'investissement.

19'00" Mais l'essentiel, c'est inévitable, c'est qu'on repense les redistributions des actifs. Je pense qu'on va avoir des redistributions très importantes dans les différentes classes d'actifs. Jusqu'ici, avec la politique d'investissement et la réglementation qui existaient, on n'avait aucune chance d'atteindre ses objectifs d'investissement avec des assurances-vie ou des autres types d'assurances classiques. Et cela va créer des changements très importants.

19'35" Pour le moment, on essaie d'agir surtout sur les maturités qui s'allongent et sur la qualité des émetteurs qui baisse, leur solvabilité qui baisse. Mais cela va encore bien évoluer.

19'57" Je pense qu'il va devoir y avoir de grandes distributions dans les types d'actifs. On ne peut pas imaginer une autre issue.

20'08" Les grands perdants, comme nous le montre l'histoire, ce sont les épargnants. Et il sera décisif que chacun accepte que le monde d'avant 2009 n'est plus celui d'aujourd'hui. Il faut bien le comprendre pour ne pas être les perdants du système.

20'30" Un ami m'a dit : « On peut ignorer la réalité – et beaucoup le font pour le moment –. Mais on ne peut pas ignorer les conséquences de cette réalité. » Et je pense que ce qui est décisif, c'est de garder à l'esprit qu'il faut changer le type d'actifs qu'on détient, procéder à des redistributions, des rééquilibrages, vu que la situation que nous connaissons actuellement va se poursuivre. Et comme je l'ai dit, que le monde d'hier est bien différent de celui dans lequel nous vivons aujourd'hui. Merci.

21'08"

Annexe 6: Questionnaire (in French)

Questionnaire. Stratégie d'investissement.

PARTIE 1. Questions sur l'exposé

Veillez lire attentivement les précisions suivantes.

- Ce questionnaire est anonyme.
- Les questions portent sur le contenu de l'exposé, par sur vos connaissances personnelles.

- Elles suivent l'ordre chronologique de l'exposé.

A présent, merci de répondre aux questions ci-dessous.

1) Quelle(s) cause(s) historique(s) explique(nt) la déflation aux États-Unis et dans beaucoup de pays européens et anglo-saxons ?

Pour cette question, plusieurs réponses sont possibles.

- Les États ont commencé à rembourser leurs dettes.
- Les entreprises américaines ont commencé à se désendetter.
- Les banques centrales ont commencé à nettoyer leurs bilans.
- Les consommateurs ont commencé à réduire leurs dettes.
- La FED et la BCE ont mis des liquidités à disposition.

2) Depuis 2009, de quelle grande fonction de l'argent doute-t-on ?

.....
.....
.....

3) Qui sont les principaux acheteurs de titres de la dette de pays d'Europe du sud tels que l'Italie et l'Espagne ?

.....
.....
.....
.....

4) À moyen terme, quelle sera la conséquence du resserrement de l'écart des taux dans la zone euro ?

- La crise dans la zone euro sera terminée.
- On remettra en cause l'indépendance des banques centrales.
- Les entreprises européennes deviendront moins compétitives.
- Les banques centrales lanceront de grands programmes de rachat de la dette.

5) Depuis 2009, quel est le seul but de la politique de toutes les banques centrales ?

.....
.....
.....

6) Selon l'orateur, quelles stratégies d'investissement permettent aujourd'hui de maintenir sur la durée la valeur réelle du capital ?

Pour cette question, plusieurs réponses sont possibles.

- Choisir des titres d'émetteurs de moins bonne qualité avec des maturités plus longues.
- Constituer son capital avec des investissements assez sûrs.
- S'orienter sur un benchmark de taux minimums.
- Atteindre ses objectifs d'investissement avec des assurances-vie.
- Ne plus être créancier, mais devenir propriétaire d'actifs.

7) À la fin de l'exposé, l'orateur articule sa stratégie d'investissement autour de trois notions. Lesquelles ?

.....
.....
.....
.....

PARTIE 2. Autres questions.

8) Dans quelle mesure avez-vous compris l'argumentation de l'orateur ?
(de 1 = très bien compris à 7 = très mal compris)

Très bien	1	2	3	4	5	6	7	Très mal
compris	<input type="checkbox"/>	compris						

Remarques :
.....
.....
.....

9) À votre avis, avec quelle fidélité l'interprète a-t-il transmis le contenu du discours original ? (de 1 = très grande fidélité 7 = très faible fidélité)

Très grande	1	2	3	4	5	6	7	Très faible
fidélité	<input type="checkbox"/>	fidélité						

Remarques :
.....
.....
.....

10) Comment évalueriez-vous l'aisance de l'interprétation (ton, pauses, hésitations) ?
(de 1 = très grande aisance à 7 = très faible aisance)

Très grande	1	2	3	4	5	6	7	Très faible
aisance	<input type="checkbox"/>	aisance						

Remarques :
.....
.....
.....

11) Quel était votre degré de familiarité avec les sujets évoqués dans l'exposé ?

(de 1 = très grande familiarité à 7 = très faible familiarité)

Très grande familiarité	1	2	3	4	5	6	7	Très faible familiarité
	<input type="checkbox"/>							

Remarques :

.....

.....

.....

12) Quelle est votre langue maternelle ?

..... (Si vous en avez plus d'une, choisissez celle que vous maîtrisez le mieux).

13a) Avant aujourd'hui, aviez-vous déjà utilisé des services d'interprétation simultanée lors d'une conférence ou d'une réunion ?

13b) Oui Non

13c) Si oui, combien de fois ? fois

Remarques :

.....

.....

.....

14) Vous êtes... un homme une femme

15) Quel est votre âge ? ans.

16a) Avez-vous pris des notes pendant l'exposé ? Oui Non

16b) **Si oui**, nous vous serions très reconnaissants de glisser vos notes dans le questionnaire.

17) Avez-vous écouté et compris l'exposé original en allemand ? Oui Non

18) Avez-vous déjà participé à cette activité l'an passé ? Oui Non

Autres remarques sur

l'activité :

.....