

Le Journal des Finances - Semaine du 17 janvier 2009



« Dans tous nos systèmes sociaux en Europe, il existe une vraie bombe à retardement : les retraites à verser dans le futur »

Et si on parlait de Jacques Rueff

Par Charles Gave

Suite de la page une

Avoir une monnaie « forte » se mérite. Cela suppose une recherche constante de la productivité, des services publics à la fois efficaces et bon marché, un contrôle sans relâche des dépenses publiques, un taux d'imposition marginal bas... Or, que constatons-nous en Euroland ? Exactement le contraire, sauf, peut-être, en Allemagne. Du coup, les économies sous-jacentes ont perdu toute compétitivité.

J'ai déjà mentionné l'exemple de la Grèce dans un article précédent, mais on peut y ajouter l'Italie, qui connaît sa quatrième récession en dix ans tant les entreprises y sont peu compétitives, voire l'Irlande. Dans ce dernier pays, les déficits budgétaires sont en train de passer au-dessus de 10 % du PNB (contre 3 % autorisés), le système bancaire est en quasi-faillite et les entreprises sont crucifiées par la dévaluation sauvage de la livre britannique dans les derniers six mois... Il se murmure que l'Irlande pourrait demander l'aide du FMI. Dans la zone euro, le FMI ? M. Trichet va avoir une attaque... Le résultat net de tout cela, c'est que les émissions d'obligations d'Etat dans la zone euro en 2009 vont certainement être supérieures à 1.000 milliards d'euros. Ceux qui veulent acheter des obligations d'Etat dans l'année qui vient n'ont pas de souci à se faire : ils en trouveront.

A plus long terme, la situation est encore plus préoccupante, mais cette fois pour des raisons démographiques.

Dans tous nos systèmes sociaux en Europe (à l'exception de la Suède et de la Grande-Bretagne), il existe une vraie bombe à retardement : les retraites à verser dans le futur et pour lesquelles aucune provision n'a été faite. Pour la Grèce, le montant est d'environ 8 fois le PNB, pour la France, l'Espagne, l'Allemagne, nous en sommes entre 4 et 5 fois les PNB sous-jacents. Tant que la population au travail croît, cette notion reste purement comptable. Quand la population au travail ou en âge de travailler se met à baisser, ce qui était un problème comptable devient un problème de cash-flow. Où trouver l'argent pour payer ces retraites ? En émettant des obligations, bien sûr ! Or nous sommes en train d'arriver à ce point de retournement un peu partout en Europe (pas en France). Ainsi la population allemande baisse-t-elle de 200.000 personnes par an, soit la taille d'une ville moyenne, et le tiers des ingénieurs allemands vont prendre leur retraite avant cinq ans sans que le moindre remplacement ne se profile à l'horizon. Les enfants qui ne sont pas nés il y a vingt-cinq ans ne sont pas là aujourd'hui et ne seront pas plus là demain, c'est l'une des rares certitudes que l'on puisse avoir.

Résultat : pour des raisons cycliques et structurelles, les émissions d'obligations d'Etat vont exploser dans les années qui viennent... leur cours va donc baisser. Ces retraites vont bien entendu être payées, le contraire est impensable. Mais, comme l'a fort bien dit Rueff, elles vont être payées en monnaie de Monopoly. Ce qui veut dire en termes de placements que dans les dix ans qui viennent il va y avoir un transfert de richesse massif qui va avoir lieu au détriment des rentiers (les détenteurs d'obligations), au profit des entrepreneurs (les actionnaires). Comme il n'y aura pas d'inflation, ce transfert se fera par l'intermédiaire du taux de change, un écroulement de l'euro favorisant les actionnaires et pénalisant les obligataires. Il se trouve de plus que le meilleur placement depuis cinq ans, dix ans, quinze ans... a été les obligations européennes, qui sont à un plus haut historique, contre à peu près toutes les autres formes de placements. Notre conseil est donc fort simple : vendez toutes vos obligations d'Etat de la zone euro en commençant par les pays suspects, dans les mois qui viennent doucement mais sûrement, et renforcez les actions soit en dehors de la zone euro, soit dans la zone euro mais avec un biais international, ou alors achetez des obligations aux USA (*corporates*) ou des obligations d'Etat dans des pays qui n'ont pas distribué massivement des droits non gagnés (Canada, Suède, Singapour, etc.).

Le placement le plus risqué aujourd'hui, ce sont donc les obligations des Etats de la zone euro, et c'est bien pour ça que les Etats offrent aux obligataires des avantages fiscaux gigantesques. Pourquoi les offriraient-ils s'ils ne savaient pas que leur papier est suspect ? Investir pour des raisons d'avantage fiscal à toujours été l'une des façons les plus sûres de se ruiner à long terme.