

Le Journal des Finances - Semaine du 27 février 2010



Les marchés obligataires sont en train de rétablir une hiérarchie des risques entre pays européens

Inquiétudes budgétaires

Par **Charles Gave***

● En Europe depuis deux semaines, je viens de faire le tour d'un grand nombre de clients institutionnels. Un certain nombre d'éléments frappants ressortent de ces rencontres.

Beaucoup de ces institutions n'avaient pas une idée très claire de l'étendue des problèmes de financement que certains Etats allaient rencontrer. Quand l'on songe qu'il y a deux ans la Grèce empruntait quasiment aux mêmes taux que l'Allemagne, on se demande où étaient les procédures de contrôle des risques à l'intérieur de ces institutions... La réponse est simple : le risque dans leur monde n'était plus défini par une solide analyse des fondamentaux, mais par une obéissance aveugle aux règles telles qu'elles sont édictées par leurs autorités de contrôle. Les réglementations tant pour les compagnies d'assurances que pour les banques ou les caisses de retraite précisent en effet : si une institution française achète une obligation grecque, elle a besoin de mettre zéro de réserve obligatoire (zéro risque d'après les autorités de contrôle), alors que si elle achète une action Air Liquide ou Essilor elle a besoin de mettre 50 % de fonds propres en réserve, ce qui force ladite institution à n'acheter que des obligations d'Etat. Or le risque est beaucoup plus important dans la réalité pour une obligation grecque que pour une action Air Liquide... En fait, ce sont les institutions de contrôle qui, pour des raisons politiques, ont inscrit dans les textes que le risque allemand et le risque grec étaient les mêmes, alors que tout le monde savait que ce n'était pas vrai. Elles en paient le prix en ce moment, et tous les investisseurs avec eux, et cela n'a rien à voir avec des manipulations de vilains fonds spéculatifs à Londres.

Cette erreur de réglementation a amené fort logiquement les gérants obligataires à bourrer les portefeuilles dont ils assureraient la gestion de titres émis par ces Etats à la solvabilité douteuse. Après tout, si le risque sur l'Allemagne et la Grèce est le même (c'est ce que disent les règles étatiques), autant acheter des obligations grecques, qui rapportaient 30 points de base de plus il y a deux ans que les obligations allemandes.

Cette « fiction » réglementaire est en train de nous péter à la figure, et c'est l'autre grande nouvelle. Les marchés obligataires rétablissent une hiérarchie des risques entre pays européens conforme à la réalité, et, bien entendu, cela se fait dans la douleur.

La réapparition de cette hiérarchie des risques va amener les investisseurs institutionnels à étudier à nouveau les fondamentaux budgétaires de chaque pays, et, là, une mauvaise surprise les attend. La France, qui bénéficie d'une cote d'amour auprès d'eux, est aujourd'hui dans une situation tout à fait similaire à celle du... Portugal, que les marchés attaquent tous les jours. En fait, si on regarde les chiffres, notre cher et vieux beau pays, comme l'aurait dit de Gaulle, a un déficit structurel de son budget supérieur (c'est-à-dire ajusté pour les variations cycliques de l'économie) à 6 % du PNB, ce qui est proprement monstrueux. Quant à la dette, elle monte comme une fusée ! L'Etat français commençant à emprunter pour régler ses dépenses courantes à partir de fin juillet, toutes les recettes étant dépensées dans les sept premiers mois ne laissant comme ressource que l'emprunt, toujours, l'emprunt encore, jusqu'à ce que les marchés refusent de nous prêter.

Toutes ces constatations m'amènent donc à deux conclusions :

– une crise budgétaire gigantesque va submerger une grande partie de l'Europe, à l'exception des pays d'Europe du Nord, de l'Allemagne et des Pays-Bas, tant elle s'est laissée aller à la facilité de la fuite dans la dette. Cette reprise en main par les marchés de la dépense budgétaire signifie qu'à partir de maintenant le rôle de l'Etat dans l'économie ne peut que baisser, contraint et forcé, puisqu'il ne trouvera plus ses financements ;

– ce recul historique de l'Etat va s'accompagner d'une crise politique et sociale également sans précédent, tant ceux qui ont bénéficié et continuent de bénéficier des rentes étatiques vont se rebeller, comme cela a commencé à être le cas en Grèce ou en Espagne.

Tout cela pour continuer à dire aux lecteurs du *JDF* : regardez ce qu'il y a dans vos comptes d'assurance-vie. S'il y a des obligations étatiques européennes autres que celles des pays mentionnés plus haut, exigez de changer cela en actions de grandes sociétés industrielles, ce que je dis depuis des mois.

*charlesgave@gmail.com