

La lettre mensuelle

AVRIL 2011

Les épargnants seront-ils les dindons de la farce de l'endettement public ?

Depuis plus d'une année, il ne se passe pas un jour sans que les médias ne se fassent l'écho des problèmes de financement des entités publiques : qu'il s'agisse de collectivités locales ou de pays. La crise de l'endettement public de la zone euro a véritablement débuté au printemps dernier avec la Grèce. Les problèmes de refinancement de ce pays ont provoqué un effet dit systémique sur l'ensemble de la zone, générant une prime de risque de plus en plus importante pour les pays les plus faibles devant lever des capitaux sur les marchés financiers. Les écarts de taux d'intérêt exigés par les prêteurs internationaux entre les différents pays formant l'Union monétaire européenne ont littéralement explosé. Cette épidémie monétaire s'est rapidement propagée, à l'image d'un virus particulièrement virulent, provoquant une réaction en chaîne de l'Irlande au Portugal en passant par l'Espagne et la Belgique. Ce jeu pervers dans lequel nous évoluons toujours a conduit les États dits forts de l'Union à mettre en place des plans de stabilisation et d'aide en créant des fonds de soutien avec de l'argent créé ex nihilo. A ce jour et selon les chiffres publiés par la Commission européenne, 4'589 milliards d'euros ont été mis à disposition de l'économie privée européenne depuis octobre 2008 sous la forme d'aides publiques et de garanties accordées. L'intervention récente du Fonds Monétaire International dont le champ d'action paraissait encore il y a peu réservé à soutenir des pays fragiles ou en voie de développement est humiliante pour nous, occidentaux, peu habitués à voir cette institution intervenir sur notre continent.

Il faut interpréter la crise dans laquelle nous sommes entrés en 2010 comme étant un message clair lancé par les marchés financiers à l'adresse des gouvernements européens sur les limites de leurs capacités à s'endetter et à entretenir indéfiniment des déficits budgétaires. Ce message a été entendu par les gouvernements de la zone euro qui ont élaboré en catastrophe des plans de rigueur budgétaire. Il subsiste encore et toujours le problème de la dette des collectivités publiques, de leurs capacités à rembourser et à se refinancer sur les marchés à des taux abordables.

La classe politique européenne n'ose pas à l'heure actuelle aborder la problématique du remboursement de la dette accumulée par les pays depuis des décennies. La méthode employée qui consiste à perpétuer le système en mettant en place des subterfuges financiers sous la forme de garanties supra étatiques ne dupera pas les marchés longtemps. Malgré la mise en place de plans d'austérité drastiques qui auront une incidence négative sur la croissance économique de la zone euro, la réalité d'une dette colossale qu'il faudra rembourser demeure. En posant comme postulat qu'un État ne fait

jamais faillite, mais que ce sort reste réservé aux entreprises et aux particuliers, il faut s'attendre à ce que les pays très lourdement endettés et en quasi situation de cessation de paiement fassent preuve de créativité. Il existe de nombreuses alternatives aux gouvernements afin de surseoir au moins temporairement à leurs obligations, cela va du moratoire sur le paiement des intérêts de la dette au rééchelonnement du remboursement du capital. On citera le cas récent de la ville de Vallejo en Californie en état de cessation de paiement qui a différé le remboursement partiel de sa dette au plus tôt à l'année 2013. La problématique pour des pays développés européens consiste à pouvoir continuer à faire appel aux marchés des capitaux pour leurs besoins futurs tout en garantissant le bon fonctionnement de leur système bancaire dont les mêmes États se sont portés garants ou quasi garants depuis la crise financière de 2008. Toutes les banques regorgent de titres étatiques dans leurs bilans qui servent de garantie pour obtenir du crédit auprès des banques centrales nationales ou supra nationales comme la Banque Centrale Européenne. On constate, en définitive, que tout le système financier est enchevêtré et ne tient que par un fil : la confiance des marchés. C'est la raison pour laquelle dans le contexte actuel, il n'est plus imaginable de laisser tomber une banque d'importance. L'exemple de la chute de Lehman Brothers en septembre 2008 a été extrêmement coûteux à l'ensemble du système financier. A fortiori, un État ne peut partir à la banqueroute pure et simple surtout si il appartient à une zone monétairement unifiée comme c'est le cas aujourd'hui dans l'Union européenne. C'est la théorie du « too big to fail » ; or dans le contexte actuel, on constate que cette théorie est remise en question tous les jours par les marchés.

Afin de ramener une certaine sérénité sur les marchés obligataires européens, un fonds Européen de Stabilisation Financière a vu le jour en mai 2010. Cette structure a été initialement dotée de 440 milliards d'euros apportés par les pays membres de l'Union et le Fonds Monétaire International. Cette structure, à priori provisoire, est en train de devenir permanente au-delà du terme initialement fixé à l'année 2013. D'autres idées ont été avancées telles que la mutualisation des risques par l'émission d'obligations gouvernementales garanties par les États « solides » de la zone. Cette idée de créer des « euro-obligations » est farouchement combattue par l'Allemagne qui se pose en garante de l'orthodoxie budgétaire et qui refuse de payer pour les plus faibles de la classe. Cette crise de la dette européenne met également en lumière l'un des aspects de la fragilité de la construction européenne que nous avons évoquée lors de la mise en place de la monnaie unique : il ne peut y avoir d'unification monétaire sans une unification politique qui passe par une gestion commune de la politique budgétaire. La Commission européenne a été dotée par les pays membres d'un maigre budget ne lui permettant pas de faire face à des crises et d'agir par le biais d'une politique pro active. Les pays membres de l'Union ont gardé jalousement leurs prérogatives budgétaires et un maximum de souveraineté fiscale, on mesure aujourd'hui les conséquences de politiques laxistes menées par certains États dispendieux et les tensions induites au sein de la zone euro. Dans la crise actuelle, il existe le risque de voir se produire un amalgame entre la conduite de la politique monétaire dont la Banque Centrale Européenne a la charge et les politiques budgétaires en mains des hommes politiques européens. En effet, des voix proposent que la Banque Centrale Européenne suive l'exemple de son homologue américain en achetant massivement de la dette souveraine afin de soutenir ainsi les marchés obligataires. Ces interventions auraient pour effet de gonfler massivement la masse monétaire, c'est-à-dire de faire marcher la planche à billets ayant pour effet de déprécier la valeur de l'argent et en conséquence de

créer de l'inflation. L'image de la République de Weimar revient hanter les esprits avec ses brouettes de billets de banque. En suivant cette politique dite d'assouplissement quantitatif, la Banque Centrale Européenne renoncerait à son indépendance de décision et s'immiscerait dans la politique budgétaire des États. La Banque Centrale Européenne défend farouchement son indépendance de décision sous l'impulsion de ses gouverneurs allemands. Elle a décidé récemment une demi-mesure de soutien aux pays en difficultés en rachetant sur les marchés financiers des emprunts des États les plus endettés mais en stérilisant par ailleurs l'émission de monnaie résultant de cette opération par des opérations de trésorerie à court terme. Néanmoins, la décision de Monsieur Alex Weber, qui va quitter la présidence de la Bundesbank, et qui a renoncé à briguer celle de la Banque centrale européenne (BCE) en raison d'un manque "d'acceptation" de sa personne par "certains gouvernements", laisse songeur sur l'orientation que l'institut d'émission a pris récemment.

On le constate, toutes les mesures mises en place à ce jour ne font que perpétuer le système, à savoir augmenter la dette des collectivités publiques ou pire couvrir la dette de celles-ci par des entités supra étatiques qui, un jour ou l'autre, perdront elles aussi de leur crédibilité et de leur capacité à lever des fonds sur les marchés financiers. Nous savons d'ores et déjà que les contribuables vont faire les frais des politiques d'austérité mises en place par les gouvernements à travers des augmentations d'impôts et des diminutions de prestations sociales. Nous pensons que la réduction de la dette des États va être imputée aux épargnants sous une forme ou une autre. Nous vivons une situation paradoxale où les pays sont endettés jusqu'au cou alors que l'épargne des particuliers mais aussi des entreprises, si l'on mesure les liquidités nettes disponibles à l'actif des grands groupes multinationaux, n'a jamais été aussi élevée. Une étude récente estime que les sociétés détiennent trois billions de dollars de trésorerie disponible à l'actif de leurs bilans. Les récentes propositions franco-allemandes portant sur une harmonisation de la fiscalité des entreprises au sein des pays de l'Union vont dans ce sens. Il va être extrêmement tentant pour les États les plus endettés de s'approprier cette épargne afin de rembourser leurs emprunts. Le taux d'épargne en France s'élève à 16% des revenus annuels des français, alors qu'il se monte à 11% en Allemagne et seulement à 6% en Angleterre. La captation des biens privés par l'État demeurant l'apanage des pays totalitaires ou communistes, il reste l'arme fiscale ou la modification des législations en cours pour arriver à ses fins. Nous citerons la décision du gouvernement hongrois qui a récemment modifié sa législation sur les retraites. Les Hongrois, cotisant à des caisses de retraite privées avaient un délai fixé au 31 janvier dernier pour rejoindre le système public, sous peine d'être fortement pénalisés. Le texte adopté par le parlement a été subtilement rédigé afin que la Cour constitutionnelle ne puisse se prononcer sur la notion d'atteinte à la propriété privée. La Hongrie ne fait que suivre en définitive l'exemple de l'Argentine qui a nationalisé le système des retraites privées il y a deux ans, représentant une industrie gérant vingt-quatre milliards de dollars, pour faire face à la chute de ses rentrées fiscales et à la restructuration de sa dette.

On peut imaginer toutes sortes de stratagèmes subtils pour que l'épargne privée participe au désendettement des pays. Nous avons évoqué le mécanisme que la Hongrie vient de mettre en place. On observe en France que le gouvernement s'est déjà attaqué à l'assurance-vie, le seul véritable véhicule d'investissement qui offrait des avantages fiscaux

attractifs. Dans le cadre des budgets de rigueur que la France met en place, il est clairement fait mention de la suppression de niches fiscales, visant directement l'assurance-vie. La Tribune de Genève nous a appris, dans son édition du 30 mars dernier, que le deuxième pilier des frontaliers sera imposé lorsque ces derniers désireront retirer leur capital comme un revenu extraordinaire. Le taux appliqué sera de l'ordre de 27% à 37% pour un capital de 200'000 euros alors que Bercy s'était engagé dans un premier temps à ne prélever qu'un montant marginal. On peut poursuivre le raisonnement et imaginer que l'État français « force » les compagnies d'assurances-vie à souscrire à un emprunt de 100 milliards d'euros et qu'elles soient contraintes de le placer dans les portefeuilles de leurs clients. Cet emprunt pourrait porter un taux d'intérêt de 2% ou alors ne pas payer du tout de coupon, par l'émission d'un emprunt dit « zéro coupon », escompté par rapport à sa valeur nominale et dont le capital et les intérêts seraient remboursés qu'à l'échéance, par exemple, dans trente ans. Le bénéfice pour le budget est limpide, il permet d'économiser une charge d'intérêt annuel et le remboursement de la dette n'interviendrait que dans trente ans avec de l'argent fortement dévalorisé. Cela reviendrait à résoudre le problème de la dette par l'inflation ou plus exactement par une perte de valeur ou une démonétisation de la monnaie, pour autant que l'Euro soit toujours la monnaie de référence à l'échéance en Europe. Dans le cadre de ce scénario tout à fait plausible, les épargnants ne toucheraient à l'échéance qu'une fraction de la valeur de leur capital actuel et seraient tout à fait légalement spoliés. On peut également imaginer la mise en place de fonds de pension obligatoires par prélèvements sur les salaires de l'ordre de 5%, cet argent centralisé dans les caisses de l'État servirait à rembourser la dette actuelle alors que l'obligation de servir des rentes n'entrerait en vigueur que dans vingt ou trente ans avec à nouveau de l'argent déprécié.

Une grande partie de l'épargne mondiale est aujourd'hui concentrée dans les caisses de pension et fonds de retraites. Comment drainer cet argent vers les caisses publiques ? Il suffirait de rendre obligatoire la détention par les fonds de pension d'un pays d'un pourcentage important en titres et bons du trésor dudit État à des conditions fixées unilatéralement. Le gouvernement arguerait que cette mesure serait destinée à protéger les rentiers de placements spéculatifs au profit d'une garantie quasi-étatique de leurs avoirs.

La restructuration du passif du bilan de nombreuses banques européennes permettrait également de soulager la dette des pays. En effet, en forçant les porteurs d'obligations à convertir leurs créances en actions de banques chargées de mauvaises dettes, la base de fonds propres de ces institutions seraient renforcées et rempliraient tous les critères de solvabilité les plus stricts. Evidemment cette conversion de dettes en actions serait extrêmement dilutive pour les actionnaires actuels et pénalisantes pour les créanciers obligataires. L'État n'en a cure puisqu'il s'agit d'épargnants directs ou indirects à travers leurs fonds de pension. En renforçant leur base de fonds propres, les banques dégageraient immédiatement une capacité à prêter davantage d'argent aux États ou à rembourser les aides que les gouvernements ont fournies dans la crise financière. C'est d'ailleurs la proposition que Madame Merkel a émise récemment en parlant de participation des débiteurs privés à la restructuration des banques lourdement endettées.

On constate en conclusion qu'il existe de nombreuses solutions à disposition des autorités pour résoudre le problème de l'endettement européen ou américain à travers une

spoliation légale de l'épargne privée. D'aucuns rétorqueront que nous vivons dans des États de droit et que le droit à la propriété privée est inscrit dans la constitution. Nous répondrons que depuis l'éclatement de la crise financière en 2008, les pays ont eu une fâcheuse tendance à interpréter le droit à leur avantage en privilégiant la loi la plus ancestrale qui soit, c'est-à-dire la loi du plus fort. Nous rappellerons que le Traité de Maastricht qui devait être le garant de la stabilité de l'Euro a purement volé en éclats sans que les mécanismes coercitifs prévus ne soient appliqués. L'obligation de respecter un déficit de 3% et un endettement public équivalent à 60% du PIB des pays formant l'Union monétaire européenne n'est plus qu'un vague souvenir. Les dirigeants français et allemands se sont mis récemment d'accord pour modifier « légèrement » le Traité de Lisbonne afin que l'Union européenne puisse venir en aide à un État en proie à des difficultés financières. Cette proposition a été imposée de facto par le couple franco-allemand sans y associer les autres pays-membres, le Parlement européen ou la Banque Centrale Européenne. Ces exemples sont symptomatiques de l'insécurité juridique dans laquelle nous allons évoluer ces prochaines années. Nous citerons en dernier lieu le moratoire annoncé récemment en France sur les avantages et subventions accordés par l'État à l'industrie solaire. Cette annonce va geler de nombreux projets d'importance et risque de ruiner de nombreux investisseurs qui se sont lancés dans ce domaine, encouragés par une législation généreuse. En conséquence, l'épargnant devra être extrêmement prudent ces prochaines années dans le choix de ses investissements et se méfier de ceux qui contiennent encore des avantages fiscaux.

Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.