

## Le besoin de rente cadre les perspectives financières, mais aussi économiques

La rente, sa constitution et sa perception sont inhérentes au fonctionnement de l'économie de marché. On pense presque automatiquement au fameux « Enrichissez-vous » lancé par Guizot sous la monarchie de juillet. De fait, la rente entre dans le modèle de la révolution industrielle à la française, mais aussi d'une certaine façon à l'anglaise. Assurer une rente et un capital (cela peut être différent, mais pas forcément), c'est aussi le montage des systèmes de retraite. La rente est bien fragilisée aujourd'hui et on peut se pencher sur un certain nombre des certitudes remises en question par un environnement financier qu'on peut qualifier d'inédit et sans doute aussi d'atypique.

L'environnement post crise des subprime se caractérise par la politique d'injections monétaires massives et de taux directeurs bas ou nuls, voir négatifs. Au-delà des facteurs de gestion monétaire ou même budgétaire, le phénomène marquant est la forte réduction des perspectives de croissance. La croissance potentielle mondiale a été revue et, pour les années qui viennent à un rythme annuel proche de 3 %, fixe les objectifs.

Parmi les conséquences, la persistance de taux d'intérêt très bas pour une période très longue.

### L'or : une monnaie de réserve comme une autre, qui ne rapporte rien comme les autres

La première des victimes pourrait être l'or : on ne voit pas de pressions inflationnistes et les stratégies des grandes banques centrales pour en susciter échouent mois après mois. On constate cependant la hausse de 19% de l'once d'or depuis le début de l'année. On cherchera évidemment le soutien géopolitique, mais l'analyse des variations de cours ne permet pas de trouver une corrélation avec les périodes des plus fortes tensions. L'or n'est pas affaire de rentier dira-t-on : il ne rapporte rien. Mais, aujourd'hui, il n'est pas le seul placement dans ce cas : pratiquement toutes les grandes monnaies affichent des rendements à court terme, très bas, nuls ou négatifs.

Au fond, l'or a maintenu ou retrouvé son statut de monnaie de réserve, c'est à dire d'un placement en capital, le détenteur cherchant simplement à retrouver sa mise. C'est un objectif naturel pour un banquier et singulièrement pour un banquier central. Mais détenir de l'or ou du franc suisse (c'est un peu pareil) n'est pas ou n'est plus une réponse au besoin de rente.

## Les obligations : insuffisantes pour une stratégie long terme de rendement

---

Les obligations sont l'instrument normal du placement à la recherche de rendement. La fameuse rente perpétuelle à 3 % des fortunes du XIXe siècle était l'obligation de la stabilité monétaire. L'assurance-vie a été pendant quarante ans le placement obligataire de la baisse de l'inflation. Les rendements affichés aujourd'hui par les obligations des États solvables sont insuffisants pour la rente : le meilleur est offert sur les Treasury Bonds américains : 1,8% pour l'échéance à 10 ans, 2,60 % pour le 30 ans.

Le risque peut-il payer ? On a tendance à dire pas forcément. Les emprunts souverains des pays émergents dégagent certes des écarts de rendement (spread), mais le risque de change et celui de hausse des taux d'ici à l'échéance contrebalance une bonne part de cet avantage. On trouve dans cette classe d'actif l'occasion d'opérations d'arbitrages plus que celle de gestion à long terme pour défendre des engagements de long terme. Les obligations émises par les entreprises sont une meilleure piste et, depuis le début de l'année la catégorie qui apporte une réelle rémunération (le High Yield américain) a drainé les liquidités et a permis un rendement brut annualisé qui dépasse 12 %. Mais les rémunérations sont désormais insuffisantes au regard des taux de défaut. En Europe, et plus encore au Japon, les rendements positifs des obligations corporate apparaissent plus comme des accessoires une stratégie que comme un point d'appui pour la gestion longue.

## Les exigences des fonds de pension imposent aux sociétés cotées une rémunération des actionnaires qui peut être contreproductive

---

Le paysage des marchés de l'argent évolue et va continuer à le faire. Cependant, la problématique des retraites ne doit pas être prise à la légère. Les spécialistes d'Invesco soulignaient récemment que les fonds de pension privés américains affichent un « rendement attendu » moyen de 7,5 %. La proportion d'obligations dans

leurs portefeuilles a été ramenée de près de 75 % en 1995 à 20 % fin 2015. Le choix massif des actions (et un peu de l'immobilier) permet de trouver ce fameux rendement, mais c'est au prix d'une augmentation du risque. En Europe, dans les pays de retraite par capitalisation – en particulier au Royaume Uni –, la situation n'est pas durablement tenable en l'état pour les fonds de pension et on a observé en France que 85 % des réserves d'assurance-vie sont garantis.

L'investissement des contreparties des retraites majoritairement en actions permet d'une certaine façon aux fonds de pension de s'approcher du régime de retraite par répartition : les actifs travaillent pour les inactifs. Mais on perçoit les effets pervers de ces arbitrages : sur un an, de juin 2015 à juin 2016; les sociétés composant l'indice Standard & Poor's 500 ont distribué à leurs actionnaires en dividendes et rachats d'actions plus de 1,2 fois leurs bénéfices. Ces fameux 7,5 % de rendement sont approchés au prix d'un endettement supplémentaire des entreprises cotées et/ou d'une baisse des investissements. Le cas des majors pétrolières est une illustration de cette gestion sous pression des dividendes.

## Les retraites financées indirectement par l'endettement : l'assainissement de la situation pousse la «démondialisation»

---

C'est un paradoxe de constater que la dette finance les retraites alors qu'on imagine le contraire. Ce n'est évidemment vrai qu'en partie, mais l'endettement global de la planète de 2,8 fois la somme des produits intérieurs bruts est géré par les banques centrales. Cette situation – excessive sur des considérations historiques - n'est pas près de s'inverser. D'une certaine façon, la question des engagements de retraite y concoure. On sait que leur résolution générale passera par la croissance économique : c'est peut-être plus crucial encore pour les régimes de capitalisation que pour ceux de répartition. Les pyramides des âges imposent en quelque sorte une gestion économique et financière de taux bas et de poursuite du rapatriement de la croissance vers les pays développés. Un facteur de « démondialisation », tant qu'une accélération de la croissance mondiale ne sera pas en vue.