

POSITION

Des questions qui font réfléchir les investisseurs



Avez-vous reconnu le « héros » en couverture de ce numéro ? Non ?

Tentons un pari : il s'agit de Pac-Man, le personnage créé par Namco, figure emblématique de l'univers des jeux vidéo au début des années 1980.

Dans notre cas, toutefois, il serait plus juste de parler de héros tragique, tant la silhouette rappelle celle d'un graphique en secteurs publié à la page 24.

Ce graphique illustre l'origine principale des revenus des retraités en Allemagne aujourd'hui : l'assurance pension légale. Pour une société vieillissante comme la nôtre, cette situation n'augure rien de bon pour l'avenir...

L'idéal serait une répartition évoquant l'étoile Mercedes. Ce serait une bénédiction, tant pour les futurs pensionnés que pour l'État, contraint depuis des années de subventionner le régime légal des pensions.

Flossbach von Storch
POSITION

2/2026

Flossbach von Storch Invest S.A. présente le magazine trimestriel de notre gestionnaire de fonds Flossbach von Storch SE.

Abonnez-vous gratuitement à la version anglaise de notre magazine.



EN UN MOT

Tout commence toujours par une prise de conscience: celle que cet État social auquel nous sommes si attachés va bien-tôt devenir impayable. Sa survie est conditionnée à une réforme en profondeur. Cette réforme sera douloureuse, mais nous n'avons pas le choix.

Je ne suis pas un politicien, et je n'échangerais pour rien au monde ma place avec un dirigeant politique. Je ne souhaite donc nullement passer pour un donneur de leçons ni pour un rôleur invétéré, bien au contraire. Mais en tant que père de famille, ce thème me tourmente.

Personne n'ignore désormais que la retraite légale ne suffira pas pour les générations futures. Mais l'ampleur des difficultés auxquelles seront confrontés de nombreux ménages en Allemagne et dans d'autres pays d'Europe est toujours massivement sous-estimée.

Au vu de sa situation financière précaire, l'État-providence ne pourra continuer à verser toujours plus de milliards d'euros

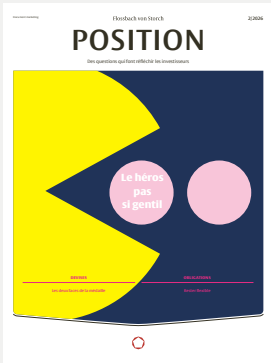
dans les caisses de pension, d'autant plus que les besoins d'investissement dans d'autres domaines (l'armement, par exemple) sont immenses.

Le monde est devenu plus rude. Nous le constatons actuellement en Iran et toujours en Ukraine, dans une large mesure parce que les États-Unis, sous Donald Trump, ont choisi de prendre leurs distances par rapport à l'Europe. Les gouvernements futurs vont devoir accorder bien plus d'attention à la géopolitique que leurs prédécesseurs... et donc y consacrer bien plus d'argent.

Comme bien souvent, tous les facteurs sont intrinsèquement liés. C'est pourquoi nous traiterons dans cette édition les thèmes de la prévoyance vieillesse, mais aussi des conséquences de la guerre en Iran et de la politique monétaire future aux États-Unis.

Bonne lecture !

Kurt von Storch
Cofondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch
POSITION
2/2026

	À la loupe
6	Quel niveau d'endettement pouvons-nous nous permettre?
14	L'atlas de la dette
	Devises
18	Le double visage du dollar américain
	Chronique
22	Courrier de Shanghai
	Titre
24	Le héros pas si gentil
29	Brève chronologie de l'assurance retraite
36	Erreur système
39	Le prix de la prospérité
	Obligations
44	Le mouvement doit avoir un objectif
50	Glossaire

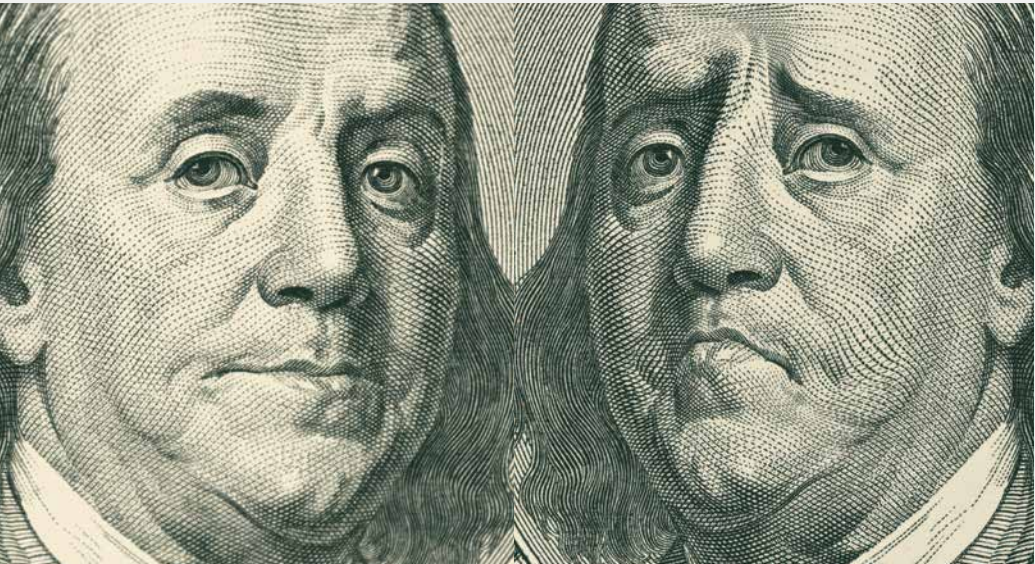


À la loupe

Quel niveau d'endettement pouvons-nous nous permettre?

Une dette mondiale record : risque ou opportunité ? Il est temps de repenser l'avenir.

6



Devises

Le double visage du dollar américain

Quel rôle le « greenback » pourrait-il jouer à l'avenir pour les investisseurs internationaux ?

18



Obligations

Le mouvement doit avoir un objectif

Ce que les investisseurs obligataires devraient garder à l'esprit dans le contexte actuel.

44

À LA LOUPE

Dans notre nouvelle rubrique, nous explorons des questions qui reviennent fréquemment dans la vie de tous les jours ou dans les médias. Face à la polarisation du monde, nous souhaitons apporter un éclairage factuel à ces interrogations. Aujourd'hui, nous avons choisi de nous intéresser à la question suivante: quel niveau d'endettement pouvons-nous nous permettre?

?

Quel NIVEAU D'ENDETTEMENT pouvons-nous nous permettre?

Julian Marx

Le monde ploie sous une dette toujours plus colossale: plus de 250 000 milliards de dollars à ce jour, un record. Est-il temps d'y remédier?

De nos jours, la dette publique est un thème incontournable dans le débat public. Or, ce sujet ne date pas d'hier, loin de là. Comme nous l'apprend l'Histoire à travers de nombreux exemples, l'endettement est un instrument important pour agir sur le présent comme sur l'avenir, car il permet d'engager des dépenses considérables qu'il serait autrement impossible de financer (ou bien uniquement à un coût prohibitif).

Par le passé, ce sont essentiellement les crises et les guerres qui ont nourri la spirale de l'endettement des États. L'histoire de la dette britannique, à elle seule, a fait couler beaucoup d'encre – des livres entiers lui sont consacrés. En effet, rien qu'au XVIII^e siècle, le Royaume-Uni fut impliqué dans cinq grands conflits : la guerre de Succession d'Espagne (1701–1714), la guerre de Succession d'Autriche (1740–1748), la guerre de Sept Ans (1756–1763), la guerre d'indépendance des États-Unis (1775–1783) ainsi que les guerres de la Révolution française et les guerres napoléoniennes (1792–1815). À chaque fois, le gouvernement britannique creusa un peu plus son déficit qui, à son pic, alla jusqu'à représenter 11 % du produit intérieur brut (PIB) ; de même pour sa dette, qui explosa pour atteindre 155 % du PIB à la veille des guerres napoléoniennes, contre 22 % au début du XVIII^e siècle.

Mais les États ne sont pas les seuls à s'être lourdement endettés pour faire face à des défis immenses ; les entreprises aussi ont fait appel à des fonds tiers. Il suffit de prendre l'exemple de l'expansion des sociétés ferroviaires

aux États-Unis. Au sortir de la guerre de Sécession en 1865, le chemin de fer connut un essor phénoménal. Entre 1866 et 1873, l'on construisit plus de 56 000 kilomètres de nouvelles voies. En l'espace de quelques années, le réseau ferré doubla de taille et les sociétés de chemin de fer devinrent parmi les plus gros pourvoyeurs d'emploi en dehors du secteur agricole.

Les banques et d'autres acteurs économiques investirent dans les nouvelles lignes ferroviaires, et l'obtention de concessions leur permit généralement de devenir propriétaires de nombreux arpents de terre. Une partie des espoirs nourris par ces investisseurs reposait sans aucun doute sur de la spéculation : ils misaient sur le fait que l'installation de foyers de population le long des voies ferrées et l'émergence de villes à proximité aurait pour effet de faire s'envoler, par endroits, la valeur foncière de ces anciennes friches. S'ils voyaient juste, ils gagneraient gros.

En un temps record, des sommes d'argent considérables furent injectées dans un secteur économique peu rentable à court terme. Face à l'envolée des coûts, cette stratégie se solda par un désastre. Pendant bien trop longtemps, la construction du chemin de fer coûta plus d'argent que n'en rapportaient les tronçons déjà achevés. Beaucoup d'investisseurs avaient vu trop grand. Ce fut notamment le cas de la prestigieuse banque américaine Jay Cooke & Co, qui avait investi dans la deuxième ligne de chemin de fer transcontinentale du pays, la Northern Pacific Railway, et qui déclara faillite sans crier gare le 18 septembre 1873.

Soudain, l'euphorie céda la place à la panique, et ainsi éclata la première Grande Dépression américaine. L'onde de choc obligea 89 des 364 sociétés ferroviaires du pays à mettre la clé sous la porte. En seulement deux ans, quelque 18 000 entreprises firent faillite. Le chômage explosa : en 1876, il était monté à 14 %. Ce n'est que vers la fin des années 1870 que l'économie américaine parvint enfin progressivement à se redresser.

Et pourtant, sur la durée, ces années de crise économique n'ont en rien entamé le succès du chemin de fer : il suffit de voir, encore aujourd'hui, le rôle essentiel que jouent les trains dans le transport de personnes et de marchandises. Mais pour les femmes et les hommes qui connurent le chômage de masse et les tensions sociales des années 1870, cela ne fit pas une grande différence.

En résumé, l'endettement n'est pas une fin en soi, et il faut donc y recourir de manière responsable. C'est pourquoi les annonces en cascade de taux d'endettement record ont de quoi inquiéter.

Le point de départ : la dette publique. Chaque année, les États empruntent des sommes colossales sur les marchés de capitaux pour financer leurs dépenses. Fin 2025, les États-Unis croulaient sous un endettement gigantesque: 38 000 milliards de dollars. Rapportée à l'activité économique, cette dette, qui représentait il y a peu 124 % du PIB, bat tous les records. L'après-guerre est la seule autre période où le pays a connu des taux d'endettement comparables.



Cela dit, les États-Unis sont loin d’être les seuls à afficher de tels niveaux d’endettement. Une véritable frénésie de la dette s’est emparée du monde entier. Les règles telles que les critères de Maastricht en Europe, qui prévoient un plafond de dette à 60% du PIB, sont ainsi largement ignorées dans la réalité.

En Asie, la Chine, deuxième plus grande économie mondiale, a connu l’une des dynamiques d’endettement les plus fortes de ces dernières années. En valeur absolue, la dette du pays est passée de 14 à 139 000 milliards de yuans en 15 ans : elle a donc été multipliée par près de 10. L’endettement a également enregistré un bond en valeur relative, passant de 33% à 99% du PIB. Cependant, l’empire du Milieu n’est pas encore près de détrôner son voisin, le Japon, champion toutes catégories, endetté à hauteur de 207% de son PIB (voir Atlas de la dette, p. 14).

Toutefois, le phénomène n’est pas cantonné à l’Asie. Au Brésil, première économie d’Amérique du Sud, la dette publique se monte à 93% du PIB. En Amérique du Nord, la dette du Canada – 114% du PIB – n’a pas grand-chose à envier à celle des États-Unis. En Europe également, les taux d’endettement dépassent allègrement la barre des 100%, que ce soit en Belgique, en France, en Grèce, en Italie, en Espagne ou encore au Royaume-Uni.

À l’heure actuelle, rien ne laisse présager que la tendance pourrait s’inverser à court terme, bien au contraire : la montagne de dettes ne cesse de croître. Aux États-Unis, le déficit budgétaire de ces prochaines années

continuera de se chiffrer en centaines de milliards de dollars. Selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI), il s’élèvera à près de 2 600 milliards de dollars par an en moyenne entre 2026 et 2030. La montagne actuelle de dettes pourrait par conséquent augmenter de 13 100 milliards de dollars en à peine cinq ans. Et les pays de la zone euro sont loin d’être en reste. L’augmentation des dépenses de protection sociale et de défense risque d’entraîner dans ces États une hausse de la dette publique de pas moins de 3000 milliards d’euros d’ici à 2030 (cf. graphique 1). La trajectoire de la dette devient-elle insoutenable ?

**DE LA STABILITÉ
AU CŒUR
DE L’INSTABILITÉ**

Pour que le vase déborde, il faut que la charge d’endettement dépasse un certain seuil. La soutenabilité de la dette ne serait alors plus assurée. C’est là que l’analyse se heurte à un point d’achoppement, car, a priori, personne n’est en mesure de déterminer ce seuil avec exactitude : les facteurs qui entrent en jeu sont trop nombreux.

À cet égard, il convient de noter que la très grande majorité de la population n’a sans doute aucun intérêt à remettre en question la solvabilité de l’État américain ou allemand, et ce, pas uniquement parce qu’un défaut de paiement aurait des répercussions immédiates sur le portefeuille des investisseurs. Difficilement prévisibles, les conséquences d’une faillite de l’État seraient infiniment plus problématiques.

Aux États-Unis, la majeure partie des quelque 70 millions d’allocataires d’une rente vieillesse, d’une pension de réversion ou d’une pension d’invalidité se retrouveraient d’un coup privés de revenus. En Allemagne, ce sont près de 23 millions de titulaires d’une rente et de pensionnés de la fonction publique qui pourraient connaître le même sort. Il pourrait par ailleurs être question de tailler dans des dépenses essentielles telles que l’enseignement, le maintien de l’ordre ou les infrastructures publiques, pour ne citer que quelques exemples. Il en résulterait inévitablement une profonde crise économique. Ce scénario catastrophe ne ferait que des perdants.

Le hic, c’est que tout un chacun – créanciers de l’État, retraités, employés de bureau, élèves – est tributaire du bon fonctionnement de l’État pour le maintien du pacte social, à savoir la cohabitation harmonieuse, pacifique et prospère de millions d’individus. C’est pourquoi la capacité d’agir et la solvabilité des États sont une priorité absolue pour la cohésion sociale.

Mais cela a aussi du bon, car cela signifie à l’inverse que l’intrication profonde entre sphère economico-financière et sphère publique a un effet stabilisateur sur l’instabilité inhérente à un endettement de l’État : personne ne peut – ni ne veut – se permettre une faillite de ce dernier. En d’autres termes, si le cœur ne joue plus assez son rôle de pompe, il est inévitable que les autres organes en pâtissent.

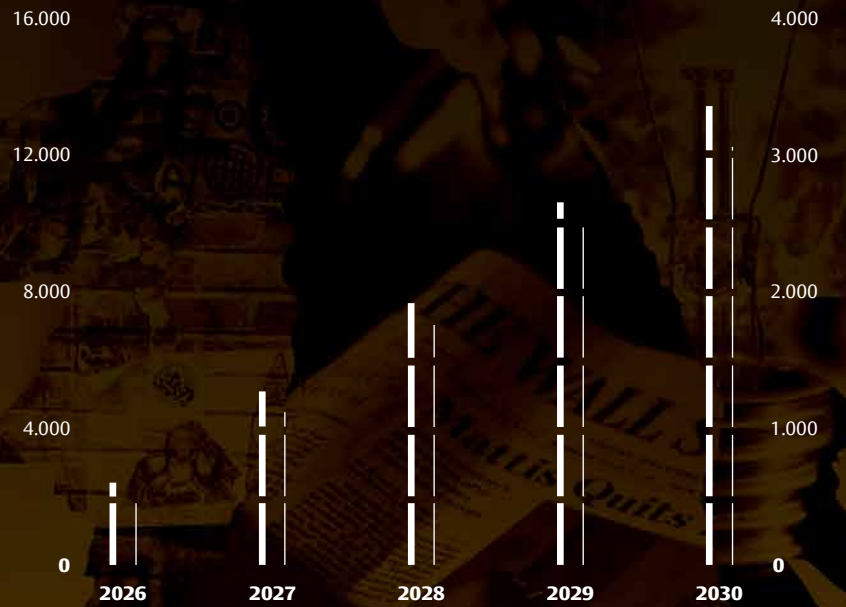
C’est aussi la raison pour laquelle les émetteurs souverains sont commu- →

Graphique 1
Pas de fin en vue
Des déficits publics colossaux
aux États-Unis et dans la zone euro*

■ États-Unis (en milliards de dollars américains ; échelle de gauche)
— Zone euro (en milliards d’euros ; échelle de droite)

* Estimations du Fonds monétaire international.

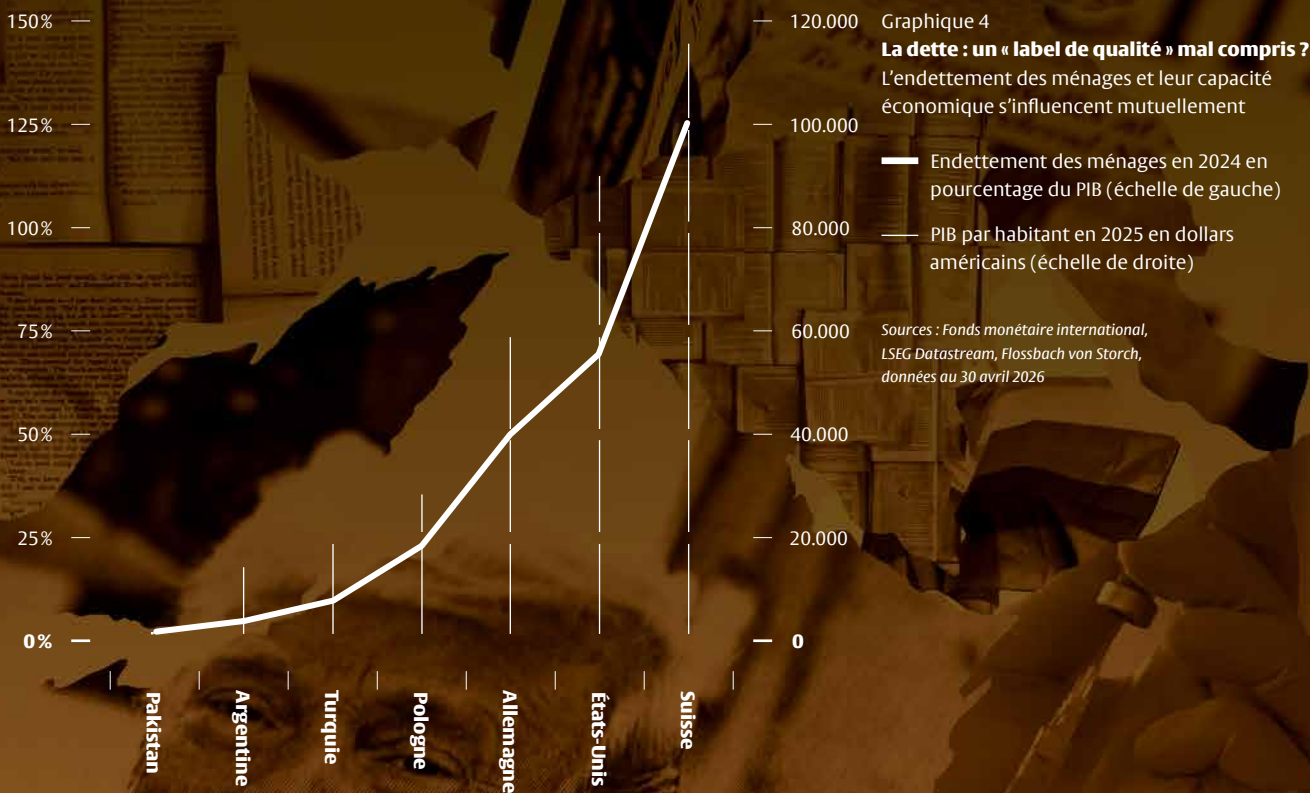
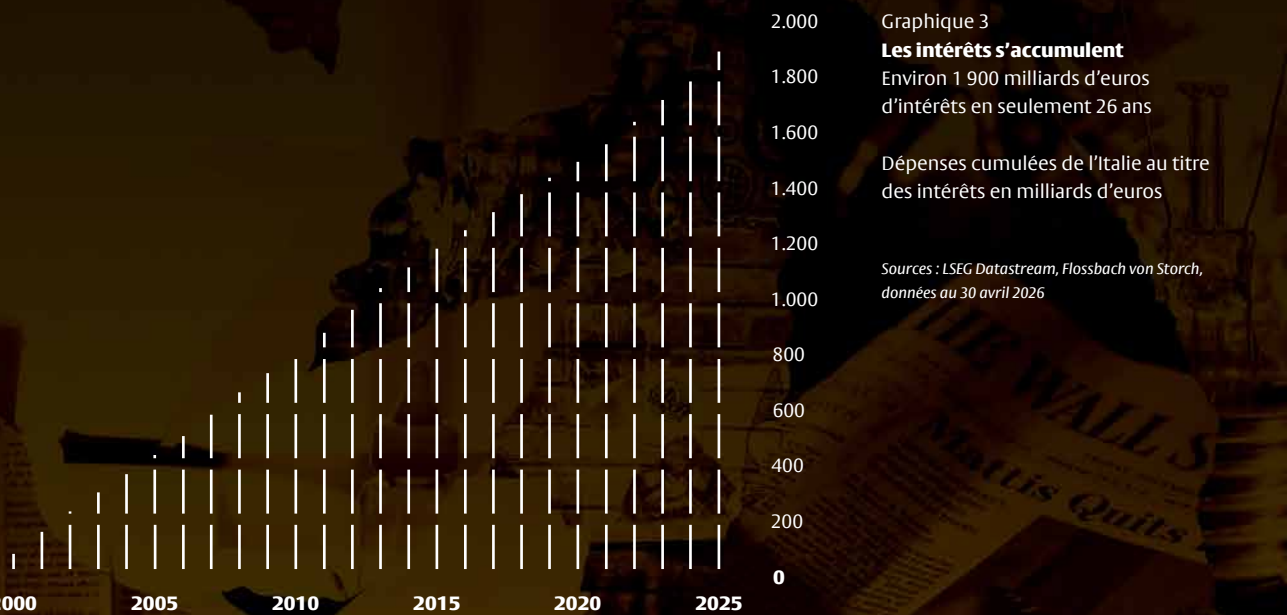
Sources : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 30 avril 2026



Graphique 2
**Plusieurs générations,
aucun défaut de paiement**
Évolution historique du ratio dette
publique/PIB, en pourcentage

Sources : Fonds monétaire international, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 30 avril 2026





nément considérés comme (relativement) peu risqués sur les marchés obligataires et représentent souvent une porte d'entrée pour de nombreux investisseurs. Il n'est donc pas surprenant que les banques et établissements financiers italiens misent eux aussi massivement sur les titres du Trésor italien, alors même que le taux d'endettement de la Botte est parmi les plus élevés du monde (plus de 130% du PIB). Récemment, ils avaient investi plus de 750 milliards d'euros en obligations souveraines italiennes.

L'ÉTAT LEUR SURVIVRA

Par conséquent, il est particulièrement ardu de définir ce qui constitue un « sur- »endettement de l'État. Le Japon, actuel champion de la dette, n'est pas le seul pays à démontrer que les ratios d'endettement public peuvent, dans certaines circonstances, augmenter bien au-delà de ce à quoi l'on aurait pu s'attendre. À ce titre, le cas du Royaume-Uni, pour lequel on dispose de données sur une longue période et dont l'endettement est parfois allé jusqu'à dépasser 250% du PIB, est lui aussi remarquable. Après des crises majeures comme les guerres napoléoniennes et les deux guerres mondiales, le pays est toujours parvenu, sur le long terme, à ramener sa dette à un niveau acceptable et à éviter la faillite. L'État britannique a toujours remboursé ses obligations (voir graphique 2).

Dans les pays disposant d'un cadre institutionnel solide et dont la dette n'est de surcroît généralement pas libellée en devises, même un endettement

représentant 200% ou plus du PIB ne doit pas nécessairement constituer un couperet pour les finances publiques. C'est peut-être d'autant plus vrai dans la période actuelle, marquée par un endettement des États historiquement élevé et croissant, les crises passées ayant montré que les interventions de politique monétaire sur le marché des obligations d'État sont, sous certaines conditions, bien acceptées par la société.

Il y a quelques années à peine, la Banque centrale européenne rachetait plus de 20% de la dette des États de l'UEM dans le contexte de la crise de l'euro, puis de la pandémie. Au Japon, pays actuellement le plus endetté au monde, plus de 40% des obligations d'État en circulation figuraient encore il y a peu dans les comptes de la Banque du Japon. Cette politique ne fait pas qu'influer sur le niveau de rendement des obligations d'État, et donc, sur la charge de la dette. Dans le meilleur des cas, elle permet aussi aux portefeuilles de titres des banques centrales de générer d'importants transferts de bénéfices. Ainsi, dans les années 2010, la Réserve fédérale américaine (Fed) a versé pas moins de 800 milliards de dollars à l'État américain.

Dans un contexte d'endettement public élevé, il semblerait que les finances publiques doivent à l'avenir continuer de bénéficier d'une politique monétaire accommodante, de telle sorte que la charge de la dette puisse être maîtrisée en cas de nécessité. Des mécanismes comme l'instrument de protection de la transmission, créé en 2022, permettent d'ores et déjà à la BCE de «

lutter contre une dynamique de marché injustifiée et désordonnée » et de racheter de manière illimitée les titres de certaines juridictions, si la nécessité s'en fait sentir. C'est aussi la raison pour laquelle il est fort probable que nos contemporains, qu'ils soient Allemands, Japonais ou autres, ne connaissent jamais la faillite de leur État.

TOUT SE PAYE

Cette vision optimiste de la viabilité des finances publiques ne doit pas pour autant amener à croire qu'il est recommandé de laisser filer les dépenses. Même si un endettement fort et une charge de la dette importante ne sont pas automatiquement synonymes de défaut, il est évident que l'État risque de voir sa marge de manœuvre financière significativement réduite.

L'Italie des années 1990 en est un parfait exemple : après avoir craint de devoir renoncer à l'introduction de l'euro en raison de problèmes budgétaires non résolus, le pays a fini par réussir à ramener son déficit sous le seuil imposé des 3% du PIB. Il fut ainsi réintégré dans le système monétaire européen et put passer à la monnaie unique en 1999. Pour autant, sa montagne de dettes n'avait pas disparu, et l'Italie s'engagea dans l'euro avec une dette représentant 114% du PIB – une situation dont le pays continue encore aujourd'hui de supporter les conséquences.

Certes, depuis l'adoption de la monnaie unique, l'Italie s'est montrée plus responsable dans la gestion de ses



finances publiques que tous les autres pays de la zone euro – du moins, si l’on considère le solde budgétaire avant intérêts (solde primaire). Sur la période 2000-2025, le pays totalise vingt années d’excédent budgétaire primaire, alors que l’Allemagne n’en compte que treize, et les pays de la zone euro onze à peine en moyenne. Sur cette même période, la France, en queue de peloton, n’enregistre que deux années d’excédent budgétaire primaire.

Néanmoins, le bilan de l’Italie apparaît largement déficitaire dès lors que l’on intègre la charge d’intérêts. Depuis le début du nouveau millénaire, le pays n’a pas réussi à clore une année avec un solde budgétaire globalement positif : son endettement pèse tout bonnement trop lourd. Par exemple, en l’an 2000, elle a dû s’acquitter de quelque 76 milliards d’euros d’intérêts, soit, à l’époque, environ 6% du PIB ou encore 14% des recettes de l’État. Au total, l’Italie a dû verser environ 1890 milliards d’euros d’intérêts depuis le début du siècle ([voir graphique 3](#)), alors que dans le même temps, la dette italienne, elle, n’a augmenté « que » de près de 1730 milliards d’euros.

Toutes ces sommes auraient certainement pu être investies ailleurs. Ainsi, les excédents primaires de l’Italie ne reflètent pas nécessairement une volonté d’assainissement budgétaire de la part des responsables politiques italiens. Dans ce contexte, ce sont plutôt les intérêts qui représentent une contrainte en limitant la marge de manœuvre budgétaire de l’État.

L’IMPORTANCE DE LA CAPACITÉ PRODUCTIVE

Il est rare que les débiteurs privés individuels, contrairement aux États, revêtent une importance systémique majeure. Ces dernières années, on a dénombré plus de 100 000 faillites par an rien qu’en Allemagne. Pourtant, dans un cas comme dans l’autre, les mêmes principes économiques fondamentaux en matière d’octroi de crédit s’appliquent. Ce qui compte, c’est la capacité financière du débiteur : seule l’existence de revenus stables (dans la durée) permet de garantir le remboursement des dettes.

Sous cet angle, il est aussi possible de considérer un endettement élevé comme un gage de qualité, puisque la capacité d’un débiteur à honorer ses dettes est par définition corrélée à sa capacité productive. Les débiteurs qui n’ont pas les reins suffisamment solides ont souvent plus de difficultés à trouver un créancier (quand ils y arrivent). Il suffit de regarder quelques exemples types pour s’en convaincre ([voir graphique 4](#)).

Selon la base de données du FMI sur la dette mondiale, c’est au Pakistan que l’endettement des ménages est parmi les moins élevés du monde : en 2024, il représentait à peine 2% du PIB. Toutefois, un taux aussi bas cache une réalité peu enviable : celle des immenses défis auquel se trouve confronté ce pays d’Asie du Sud.

Près de la moitié des recettes de l’État sont mises au service des intérêts de la dette. Le taux d’alphabétisation

des hommes est de 70% à peine, celui des femmes inférieur à 50%. Au cours de l’année passée, le PIB par habitant s’élevait à 1700 dollars seulement, soit 3% du niveau de l’Allemagne. Selon les estimations de l’Organisation internationale du Travail (OIT), plus de 80% des travailleurs relèvent de l’économie informelle, c’est-à-dire qu’ils n’ont pas d’existence légale et ne bénéficient d’aucune protection.

Puisque leurs revenus ne sont pas assurés, la plupart des ressortissants pakistanais ne remplissent pas la condition première pour être considérés comme solvables. Pour de nombreux ménages pakistanais, le rêve de s’offrir un logement plus grand et plus digne reste tout simplement inaccessible. Le faible taux d’endettement des ménages pakistanais tient donc essentiellement à la précarité économique dans laquelle se trouve le pays.

En comparaison, à plus de 5000 kilomètres de là, la réalité est complètement différente. La Suisse détient le record mondial d’endettement des ménages : 125% du PIB, rien de moins ! Dans le même temps, le petit pays alpin affiche une économie extrêmement productive. Avec un PIB par habitant de plus de 100 000 dollars, il se place parmi les pays les plus riches du monde.

Mais le niveau de revenus élevé du pays n’est pas le seul argument en faveur de la bonne solvabilité des ménages suisses. Il se trouve aussi que les actifs sur lesquels repose la dette des ménages suisses sont des actifs solvables – des crédits hypothécaires

à plus de 90%. Enfin, la déductibilité fiscale des intérêts sur les crédits hypothécaires joue aussi certainement un rôle dans le niveau si élevé d’endettement de la population suisse sur le plan international. Ainsi, en Suisse, seul un propriétaire sur dix n’est pas endetté, un chiffre exceptionnellement bas par rapport au reste du monde.

LES JEUX SONT-ILS FAITS ?

Ces deux exemples extrêmes du Pakistan et de la Suisse montrent combien il est difficile de déterminer un plafond de la dette universellement applicable. Dans le cas de la Suisse, on pourrait en théorie envisager un niveau d’endettement des ménages plus élevé encore. En effet, selon les statistiques de l’Office fédéral du logement (OFL), seuls 36% des logements occupés en permanence le sont par leur propriétaire – le taux le plus bas de tous les pays européens. Une hausse du nombre de propriétaires occupants (et ayant eu recours au crédit pour financer l’acquisition de leur bien) pourrait donc faire grimper le taux d’endettement de la Suisse, pays de locataires par excellence.

En revanche, pour les ménages pakistanais, il est inimaginable de s’endetter davantage, et ce, bien qu’ils le soient pourtant très peu à l’heure actuelle. Pour ce faire, il conviendrait que le pays sorte de la situation de précarité économique dans laquelle il se trouve aujourd’hui. Pour l’heure, la plupart des ménages sont pratiquement insolvables.

Tout compte fait, se demander si une dette est soutenable revient à évaluer si un débiteur est crédiblement en mesure d’honorer ses engagements. Un tel diagnostic ne peut jamais être de nature purement statique, car trop de facteurs dynamiques entrent en jeu. Dans n’importe quel pays, le cadre institutionnel évolue au fil du temps, de même que l’activité économique réelle.

Une hausse de l’inflation contribue à rendre la dette plus soutenable en entraînant une érosion de sa valeur réelle, quand bien même le paiement des intérêts fait augmenter les engagements. S’agissant du niveau des taux d’intérêt, les banques centrales disposent d’un levier puissant pour améliorer la soutenabilité de la dette, comme elles l’ont démontré avec force lors de crises passées. Dans un contexte de hausse de la dette (publique), il est d’ailleurs bien possible qu’elles l’actionnent de nouveau à l’avenir.

C’est aussi pourquoi, en matière de dette publique, la question n’est parfois pas tant de savoir le niveau d’endettement que nous pouvons nous permettre, mais plutôt celui que nous souhaitons nous permettre. Le sujet de la dette n’est pas uniquement celui des intérêts. D’autres interrogations se posent également à plus long terme, comme le risque d’inflation ou l’équité entre les générations, si les générations futures se trouvent contraintes de rembourser régulièrement une dette contractée à des fins de consommation courante. À l’inverse, il convient de ne pas reporter les investissements essentiels aux calendes grecques, ce qui peut donc justifier un endettement

plus élevé à court terme. Il s’agit d’un jeu d’équilibriste permanent.

D’un côté, il est frustrant de conclure à l’impossibilité de déterminer un niveau maximal d’endettement dans l’absolu. De l’autre, se dire que les jeux ne sont pas encore complètement faits, y compris en cette période marquée par l’essor et les niveaux records de la dette publique, donne espoir. L’histoire de la dette britannique est déjà vieille de plus de 200 ans. Le cycle d’endettement actuel n’est donc peut-être qu’une toute petite étape d’un très long périple. ♦

Julian Marx est analyste chez Flossbach von Storch SE à Cologne.

L'ATLAS DE LA DETTE

– ARGENTINE – UN DÉFAUT DE L'ÉTAT ARRIVE RAREMENT SEUL

Il fut un temps où l'on disait « riche comme un Argentin », car, aux alentours de 1900, l'Argentine était l'une des nations les plus prospères au monde. Ses exportations de viande et de blé lui assuraient une richesse considérable. Au début du XXe siècle, le pays vit même affluer des millions d'Européens en quête de travail, Italiens et Espagnols en tête. D'importantes ressources minières, une abondance de terres arables, un emplacement géographique idéal en bordure d'océan... Tous ces facteurs auraient pu former le socle d'une réussite durable pour ce qui est aujourd'hui le huitième plus grand pays du monde. L'Histoire en décida autrement.

Dès la fin de la Seconde Guerre mondiale, le pays amorça son déclin économique. La « troisième voie » de Juan Perón, entre capitalisme et socialisme, fut un échec. La hausse rapide des dépenses de protection sociale (introduction d'un congé maternité rémunéré, de jours de congés payés ou encore d'une prévoyance santé gratuite pour tous les salariés) fut financée en grande partie par l'expansion de la masse monétaire, ce qui déboucha sur des déficits publics et un niveau d'inflation durablement élevés. En parallèle, la production économique s'éroda sous l'effet d'une vague de nationalisations et d'un protectionnisme croissant. De manière révélatrice, la production de viande, qui avait atteint le niveau record de 145 000 tonnes sous le mandat de Juan Perón, chuta à 87 000 tonnes à fin 1961, provoquant ainsi un déséquilibre commercial catastrophique.

Le pays n'est jamais parvenu à renouer avec sa splendeur passée. Encore aujourd'hui, la vie économique argentine est imprégnée de défiance envers le système monétaire et les institutions politiques. Dans l'Argentine moderne, l'on parle de grieta (fracture) pour désigner la profonde division de la société entre les différentes sensibilités politiques. Le pays a déjà fait neuf fois défaut, dont trois depuis le début du millénaire. L'incurie de l'État est devenue une tradition argentine.

– CHINE – UN PAYS SUR LE POINT DE DÉTRÔNER TOUS LES AUTRES

L'économie chinoise connaît un essor fulgurant depuis le début du XXIe siècle. Pas plus tard qu'en l'an 2000, l'empire du Milieu affichait encore un produit intérieur brut (PIB) cinq fois moins élevé que celui de la zone euro. Moins de vingt ans plus tard, les rôles se sont inversés : depuis 2018, le PIB de la Chine est supérieur à celui de la zone euro, et ce, année après année.

En matière de dette, la Chine se trouve aussi sur le point de détrôner tous les autres pays, et pas uniquement parce que son endettement a quasiment triplé entre 2010 et 2025, passant de 33% à 99% du PIB. La croissance de la dette concerne aussi les entreprises et les ménages : ces quinze dernières années, l'endettement des ménages est passé de 22% du PIB à 60% environ, tandis que la dette des entreprises, qui s'établissait dernièrement à pas moins de 140% du PIB, figure parmi les plus élevées au monde. Par ailleurs, une grande part des entreprises concernées par cette dette étant des entreprises d'État, il est possible de comptabiliser leurs engagements comme de la dette publique.

Au total, l'endettement chinois agrégé (dette publique + dette des entreprises + dette des ménages) culminait en fin d'année dernière à environ 300% du PIB, contre seulement 270% aux États-Unis, première économie mondiale, et un peu moins de 250% dans la zone euro.

– L'ITALIE – UNE VIE SOUS LE POIDS DES INTÉRÊTS

« L'Italie, cette élève modèle ! » Cette affirmation n'a rien d'absurde, quand bien même aucun pays de la zone euro n'affiche un endettement aussi élevé qu'elle, exception faite de la Grèce. En effet, entre 2000 et 2025, les finances publiques italiennes ont enregistré vingt années d'excédent primaire, c'est-à-dire que les ressources de l'État étaient – avant paiement des intérêts de la dette –

supérieures à ses dépenses. Aucun autre pays de la zone euro n'est parvenu à reproduire aussi souvent un tel tour de force. Sur cette période, dans l'UEM, le nombre moyen d'années d'excédent primaire s'élevait plutôt à onze ans.

Pourtant, en fin de compte, le bilan de l'Italie est largement déficitaire. Une fois le service des intérêts de la dette effectué, le pays affiche un déficit budgétaire annuel non négligeable : sur les 26 dernières années, celui-ci s'élevait en moyenne à 3,8%. Quant aux intérêts dus sur la même période par l'État italien, ils avoisinaient les 1900 milliards d'euros. En comparaison, le produit intérieur brut du pays s'élevait dernièrement à 2258 milliards d'euros. Cet exemple illustre de quelle manière la dette héritée du passé et la charge d'intérêts qui en découle peuvent restreindre la marge de manœuvre budgétaire.

– JAPON – LE « MOUVEMENT PERPÉTUEL » DES FINANCES PUBLIQUES

Le Japon est le champion incontesté de la dette publique. En 2025, celle-ci représentait 2,1 fois le PIB du pays. Ce constat n'est pas nouveau : cela fait déjà 13 ans que l'endettement du Japon dépasse la barre des 200% du PIB. Pourtant, pendant de nombreuses années, les ministres japonais des Finances ont eu les coudées franches. C'est pourquoi le déficit primaire annuel du Japon (avant paiement des intérêts de la dette) s'est établi à plus de 4% du PIB en moyenne depuis le début du millénaire.

Cette situation a été rendue possible par un soutien résolu de la Banque du Japon. Du fait de la politique de taux bas menée des décennies durant et des achats massifs de dette souveraine par la banque centrale japonaise, l'État disposait d'une capacité d'endettement quasiment illimitée. Encore il y a peu, la Banque du Japon détenait près de 40% de la dette publique japonaise dans ses comptes. Mais l'État japonais n'est pas le seul à savoir « s'endetter ». La dette agrégée du Japon se situe autour de 400% du PIB, ce qui constitue un autre record mémorable au niveau mondial. ➔





– NORVÈGE –
AUCUNE INQUIÉTUDE QUANT AU FARDEAU
DE LA DETTE

Avec une dette publique s'élevant à 45% de son PIB, la Norvège est un pays relativement peu endetté en comparaison internationale. À titre d'exemple, son taux d'endettement est deux fois moins élevé que celui de la zone euro. Par ailleurs, la question se pose même de savoir pourquoi l'État norvégien choisit de s'endetter. En effet, le pays dispose d'un fonds souverain chargé de gérer les importantes ressources générées par ses réserves pétrolières et gazières et dont la valeur des actifs dépasse de loin celle de la dette publique.

Fin mars 2026, ce fonds affichait une valeur d'environ 20 000 milliards de couronnes norvégiennes (près de 1800 milliards d'euros, c'est-à-dire environ 300 000 euros par habitant), soit huit fois le montant de la dette publique norvégienne. Dans les faits, la Norvège peut être considérée comme un pays non endetté. Si elle continue donc malgré tout de recourir à la dette publique, c'est sans doute et avant tout pour « prendre soin du marché ». En effet, l'émission d'obligations souveraines contribue à la liquidité du marché pour les titres libellés en couronnes norvégiennes.

– PAKISTAN –
LES DEUX FACES D'UNE MÊME MÉDAILLE

Peu de pays consacrent la moitié de leur budget au service de la dette ; c'est pourtant le cas du Pakistan. Pour l'exercice budgétaire 2025/2026, le gouvernement prévoyait des versements d'intérêts à hauteur de 8200 milliards de roupies pakistanaises, soit 46,7% du budget fédéral. De ce point de vue, le fardeau de la dette pakistanaise apparaît incroyablement élevé.

Mais n'avoir aucune dette est tout aussi peu recommandé, comme pourraient en témoigner les ménages pakistanais, dont l'endettement atteint seulement 2% du PIB, soit moins de 50 dollars de dette par habitant. La raison de ce faible endettement est très simple : la précarité économique dans laquelle vivent de nombreux Pakistanais leur interdit purement et simplement l'accès au crédit. Plus de 80% des travailleurs du pays relèvent de l'économie informelle. En moyenne, l'espérance de vie est inférieure à 70 ans.

Dans cet exemple, le surendettement de l'État et le sous-endettement de la population, associé à un niveau de vie bas, sont les deux faces d'une même médaille.

– LA SUISSE –
DETTE ÉLEVÉE COMME
LABEL DE QUALITÉ

Où se trouvent les ménages les plus endettés du monde ? Là où la production économique est particulièrement élevée et où les ménages disposent de revenus réguliers. Avec un PIB par habitant supérieur à 100 000 dollars américains, les ménages suisses figurent tout en haut des classements internationaux. Par conséquent, un Suisse moyen génère en moyenne 2 fois plus de richesse qu'un Allemand moyen et 16 fois plus de richesse qu'un Paraguayen moyen.

Cela dit, le niveau d'endettement par habitant de la Confédération suisse est encore plus élevé : en 2024, il s'élevait à pas moins de 130 000 dollars. À titre de comparaison, l'endettement par habitant est d'à peine 28 000 dollars en Allemagne, et de moins de 500 dollars au Paraguay. On peut ainsi considérer une dette élevée comme un gage de qualité : elle reflète souvent une forte capacité productive et un cadre institutionnel stable.

– ÉTATS-UNIS –
L'AIMANT DE LA DETTE

Depuis 1992, la balance courante des États-Unis est constamment déficitaire (3% du PIB en moyenne), ce qui correspond, en valeur absolue, à un gigantesque déficit cumulé de 17 000 milliards de dollars sur la période 1992–2025. L'on pourrait donc penser que les États-Unis vivent inévitablement au-dessus de leurs moyens, puisque chaque année, ils importent davantage de biens et de services qu'ils n'en exportent.

Si une telle situation est possible, c'est grâce au privilège que leur confère leur monnaie, à savoir une demande constamment élevée de l'étranger pour le dollar américain ou les actifs libellés dans cette devise. La dette américaine le montre bien. À la fin de l'année écoulée, les investisseurs étrangers détenaient quelque 16 000 milliards de dollars de titres de créance américains, dont 9300 milliards de dollars de titres du Trésor américain. À l'inverse, les investisseurs américains ne détenaient que 4000 milliards de dollars d'obligations étrangères. En schématisant quelque peu, on peut donc dire que c'est le reste du monde qui finance la consommation élevée des États-Unis à l'étranger. ♦

Le double visage du dollar américain

Julian Marx

Le dollar américain s'est mis à battre de l'aile au moment où Donald Trump entamait son deuxième mandat en tant que président des États-Unis. La monnaie de référence mondiale aurait-elle dépassé son zénith ?

Parmi les pays industrialisés, quels sont ceux qui affichent aujourd'hui la croissance la plus forte ? Si l'on souhaite répondre à cette question, impossible de faire l'impasse sur les États-Unis, première économie mondiale. L'an dernier, le pays a enregistré une croissance réelle de l'ordre de 2%, stimulée par une consommation soutenue et une hausse des investissements, notamment dans les centres de données. Une performance qui, selon le Fonds monétaire international (FMI), devrait se reproduire cette année. Il y a là de quoi se réjouir.

Ailleurs, en effet, la croissance apparaît relativement timide : pour les six autres nations du G7 (Allemagne, Canada, France, Italie, Japon, Royaume-Uni), le FMI table sur une croissance réelle inférieure de moitié à celle des États-Unis, c'est-à-dire de 0,9% en moyenne pour l'année à venir. Le schéma de

croissance de l'an dernier pourrait donc bien se répéter. Par conséquent, au premier abord, il est d'autant plus surprenant que le dollar américain se soit sensiblement déprécié en 2025 par rapport à l'euro, à la livre sterling et au dollar canadien. À l'évidence, les raisons d'un tel recul sont à chercher plus en profondeur.

UNE QUESTION DE CONFIANCE

Les États-Unis sont le centre névralgique de la finance mondiale. Pour de nombreuses entreprises du secteur financier, le dollar américain est la catégorie d'actifs la plus importante, et pour les banques centrales du monde entier, le billet vert est la monnaie de réserve par excellence. Le volume d'investissements étrangers aux États-Unis – 38 000 milliards de dollars à la fin de l'année dernière – souligne l'importance que revêt cette économie aux yeux des acteurs mondiaux de la finance. Ce chiffre, supérieur au produit intérieur brut (PIB) américain sur une année complète, a encore augmenté l'an dernier. Selon le Département du Trésor américain, les investisseurs non résidents ont placé en net 1552 milliards de dollars de nouveaux fonds dans les titres américains à long terme en 2025.

Le rôle prépondérant du dollar américain sur le plan international ne s'explique pas seulement par la taille de l'économie du pays ou l'ampleur de son marché de capitaux. Depuis des décennies, le dollar est aussi considéré comme



un placement refuge en temps de crise, car les États-Unis offraient (du moins jusqu’à maintenant) la garantie d’un cadre institutionnel et macroéconomique stable, propice à la planification. Mais ce sentiment de sécurité s’est fissuré sous Donald Trump, en particulier depuis ce jour d’avril 2025 (le « jour de la Libération ») où le président américain a sonné le glas d’une ère de libre-échange en mettant à exécution ses menaces d’introduire des droits de douane exorbitants sur les importations américaines – bien que divers « deals » soient par la suite venus atténuer les conséquences déléteres de cette décision.

En janvier 2026, un autre épisode a particulièrement mis à mal la confiance des investisseurs européens, lorsque le président américain a menacé d’annexer le Groenland. Dans un premier temps, il avait même laissé entendre qu’il n’excluait pas de recourir à la force contre ses alliés. En parallèle, pour donner du poids à sa revendication, il a imposé des droits de douane au Danemark et aux pays européens soutenant de longue date la puissance protectrice du Groenland. Ces nouvelles intimidations sont intervenues à peine quelques mois après la conclusion d’un accord commercial entre Donald Trump et les Vingt-Sept. Et même si les droits de douane annoncés ont rapidement été abandonnés, le mal était déjà fait : la confiance est désormais brisée.

UN LENT SEVRAGE

Si l’émergence d’une certaine défiance vis-à-vis du dollar américain est un phénomène relativement nouveau chez les alliés occidentaux des États-Unis, ce n’est pas le cas des adversaires politiques de la première puissance mondiale, qui nourrissent depuis des années des réserves au sujet de la monnaie de référence planétaire. Depuis le début de la guerre en Ukraine, les risques de sanctions sur les actifs libellés en dollars sont bien réels, comme le démontre l’exemple de la Russie.

Dans un tel contexte, les tentatives de s’émanciper progressivement du dollar sont tout à fait compréhensibles. Néanmoins, en pratique, la « dédollarisation » des adversaires politiques des États-Unis reste un défi, comme on le voit si l’on observe les réserves de change mondiales des banques centrales : plus de 90% de ces réserves (en excep-

tant l’or) demeurent libellées en dollars américains ou en devises d’autres pays occidentaux industrialisés, notamment en euros (environ 20% de l’ensemble), en yens (environ 6%) et en livres sterling (près de 5%), contre seulement 2% pour le renminbi. En outre, si l’on considère que les États-Unis et les pays ayant un modèle économique similaire contribuent pour plus de la moitié à la création de richesse mondiale et qu’ils dominent le commerce planétaire, l’on comprend combien le sevrage peut rester difficile.

Malgré tout, la dédollarisation de certaines économies progresse petit à petit. C’est ce que semblent indiquer les achats d’or soutenus de nombreuses banques centrales, au Brésil, en Chine ou encore en Turquie. D’après le World Gold Council, les banques centrales ont acheté quelque 860 tonnes d’or en 2025. En volume, c’est certes un peu moins qu’au cours des trois années précédentes (plus de 1000 tonnes achetées par an), mais cela reste colossal, et si l’on tient compte de la hausse du cours de l’or, l’on peut même dire que la ruée vers l’or des banques centrales s’est intensifiée.

La part de l’or dans les réserves de change a donc augmenté : d’à peine 10% en 2015, elle est passée à environ 28% à fin 2025. Le dollar a suivi le chemin inverse, passant à un peu plus de 40% des réserves de change mondiales, contre 58% auparavant.

UN DOLLAR PAS SI FACILE À REMPLACER

Au vu de ces chiffres, les pessimistes pourraient être enclins à annoncer la fin du dollar. Ce n’est pourtant pas si simple. D’une part, les réserves de change mondiales en dollars se maintiennent depuis de nombreuses années à quelque 7000 milliards de dollars ; en valeur absolue, cela ne change donc pas grand-chose. En outre, la perte d’importance relative des réserves en dollars s’explique en grande partie par la hausse du cours de l’or de ces dernières années.

D’autre part, l’or ne peut pas réellement se substituer au dollar ou à la monnaie, si ce n’est dans les réserves de change. Si l’or revêt une utilité stratégique comme réserve de valeur et remplit à ce titre une fonction essentielle de la monnaie, il ne peut pas être aisément employé comme moyen de paiement universel.

Par conséquent, la domination du dollar américain semble demeurer incontestée dans de nombreux domaines. Une étude récente de la Banque des règlements internationaux (BRI) a montré que le dollar et l’euro avaient renforcé leur caractère hégémonique dans le domaine des prêts internationaux depuis le début du nouveau millénaire. Sur les 29 pays étudiés, en l’an 2000, 60% des titres de créance émis dans le monde entier étaient libellés en dollars. En 2024, cette proportion se montait à pas moins de 63%, et certains pays émergents comme le Brésil ou la Turquie affichaient même une part de titres en dollars supérieure à 90%. Sur la même période, l’euro a aussi consolidé son assise, passant de 12% à 21% en moyenne.

Par ailleurs, le fait que le tout jeune marché du stablecoin soit pour l’heure quasi exclusivement adossé au dollar peut être considéré comme un argument supplémentaire en faveur de la domination jusqu’à présent incontestée de la monnaie américaine. Dans la compétition que se livrent les monnaies fiduciaires, le dollar continue (pour l’instant) de faire figure d’exception.

LES DEUX FACES DU BILLET VERT

En fin de compte, dans le contexte actuel, le dollar présente un double visage. D’un côté, il y a la devise jusqu’à présent quasiment indétronable sur les marchés financiers internationaux. C’est la raison pour laquelle il convient de se montrer prudent et de ne pas trop surinterpréter les fluctuations de change à court terme. Des creux de vague, le dollar en a déjà connus quelques-uns par le passé.

Cela est d’autant plus vrai que le taux de change euro/dollar actuel est pratiquement identique à celui qui prévalait à la création de l’euro en 1999 : à l’époque, 1 euro s’échangeait contre 1,18 dollar ; ces derniers trimestres, c’était encore le cas, à quelques fluctuations près. En revanche, le taux de change effectif de l’euro, qui mesure l’euro par rapport à un large panier de devises, s’est renchéri de près de 30% entre 1999 et aujourd’hui. De ce point de vue, la force de l’euro se répercute directement sur le dollar.

De l’autre côté, il y a la monnaie de réserve naguère hégémonique et dont l’importance relative est aujourd’hui

menacée. De nombreuses banques centrales s’efforcent d’étoffer leurs réserves d’or. Si l’on regarde vers l’avenir, ces velléités d’émancipation ne sont pas isolées. Plusieurs autres grandes zones monétaires ont l’ambition de ravir au dollar américain des parts de son influence.

LE CHAT QUI SE MORD LA QUEUE ?

Avec ses nouvelles routes de la soie, la Chine s’emploie depuis des années à asseoir sa puissance économique et politique en réalisant des investissements d’infrastructure dans d’autres régions du monde. Dans un monde polarisé sur le plan politique, elle devrait également multiplier les tentatives d’« exporter » sa monnaie.

De son côté, la Banque centrale européenne profite de la récente érosion de la confiance dans la politique américaine pour vanter la stabilité institutionnelle de la zone euro et tenter de faire de l’euro le remplaçant du dollar. De plus, le développement de l’euro numérique doit permettre à l’UE de limiter sa dépendance aux prestataires de paiement américains et donc d’acquérir une plus grande autonomie financière. Les décisions de la zone euro peuvent aussi sonner comme un signal d’alarme pour les États-Unis. Si ces derniers, par la voix de leur président, allaient trop loin en continuant d’agiter sans cesse le chiffon rouge, à terme, il se pourrait que même les États bien disposés à leur égard finissent par ne plus les prendre au sérieux.

Le chat pourrait donc en arriver à se mordre la queue : plus les États-Unis ou leur président emploient la suprématie américaine comme moyen de pression, plus ces menaces risquent de se vider de leur substance. Chaque nouvelle menace pourrait avoir pour effet de renforcer l’isolement des États-Unis et d’écorner un peu plus le statut de monnaie de référence du dollar américain.

Nous n’en sommes pas encore au point où ce statut apparaît directement menacé. Toutefois, si l’administration Trump persistait à se montrer hostile, cela pourrait à tout le moins conduire les autres pays à accélérer leur émancipation et augmenter la probabilité que le dollar chute de son piédestal. ♦

Shenwei Li



COURRIER DE S H A N G H A I

Locomotive économique, super puissance, dictature du parti. Ceux qui s'intéressent aux tendances mondiales sont immuablement attirés vers la Chine. Notre analyste Shenwei Li nous fait part de son expérience subjective, en tant que Chinoise. Aujourd'hui, elle nous parle de la multiplication des contrats de travail non conventionnels en Chine.

Au premier regard, l'économie à la prestation semble synonyme de liberté et de modernité : les travailleurs à la tâche effectuent des missions de courte durée, le plus souvent attribuées par le biais de plateformes numériques. Ils ne sont pas soumis à des horaires de travail fixes, n'ont signé aucun contrat et travaillent quand et comment ils le souhaitent. Ils sont payés à la tâche. Cette flexibilité est en tout cas très appréciée des entreprises à l'ère de l'intelligence artificielle, où les processus de travail permettent de répartir de plus en plus de tâches et de les coordonner assez facilement.

En Chine, près de 27% des actifs sont déjà des travailleurs à la tâche. Dans la fonction publique, il y aurait même 43% de personnes tombant officiellement dans la catégorie, que nous définissons comme les personnes qui travaillent sans contrat, mais doivent prêter plus d'une heure par semaine contre rémunération.

Ces chiffres étonnamment élevés émanent du magazine chinois Caixin. Selon les chiffres officiels, l'empire du Milieu compte environ 740 millions d'actifs, dont 470 millions en milieu urbain, et 200 millions de travailleurs à la tâche. Il y a dix ans, le phénomène était encore minoritaire.

COMMENT L'ÉCONOMIE DES PETITS BOULOTS S'EST-ELLE GÉNÉRALISÉE SI RAPIDEMENT ?

Son avènement a sans doute été favorisé, d'une part, par la faiblesse macroéconomique persistante de notre pays. Ainsi, la durée de vie moyenne d'une entreprise privée est passée de 3,2 ans dans les années 1990 à 2,5 ans aujourd'hui. Les acteurs de l'économie privée n'ont donc souvent pas intérêt à signer des contrats de travail de plusieurs années.

En outre, les entreprises sondées par Caixin ont indiqué sous-traiter 10% de tous leurs emplois à des travailleurs à la tâche. Cette mesure seule leur permet d'économiser entre 20 et 30% de frais de personnel. Car si les entreprises doivent verser des cotisations sociales représentant 35% du salaire brut pour les salariés permanents, elles ne supportent en revanche pas ces coûts pour les travailleurs à la tâche. Le droit du travail est aussi plus contraignant en cas de licenciement d'un collaborateur permanent, tandis que les travailleurs à la tâche ne bénéficient d'aucune protection.

Logiquement, plus de 52% des entreprises interrogées aimeraient encore augmenter le recours aux travailleurs à la tâche. Les véritables gagnantes sont les sociétés de recrutement capables de trouver dix travailleurs à la tâche en l'espace de trois heures et de les mettre en contact avec l'entreprise demandeuse. Le nombre de ces intermédiaires a triplé au cours de la décennie écoulée.

LIBERTÉ... OU PRÉCARITÉ

De nombreux travailleurs à la tâche sont jeunes et bien formés. La plupart du temps, ils semblent opter activement pour une mission au lieu d'un poste salarié car ce mode de travail leur offre davantage de flexibilité et s'ils échouent, leurs parents ou leur famille peuvent les aider.

En revanche, pour les travailleurs âgés de plus de 30 ans, ce n'est souvent pas un choix. Ainsi, 77% des coursiers interrogés par Caixin ont indiqué être devenus livreurs pour une plateforme après avoir perdu leur emploi. Plus de la moitié assurent de cette manière la seule, ou du moins la principale source de revenus de leur famille. Toutefois, le

nombre de chauffeurs de taxi et de coursiers a augmenté de 159% entre 2020 et 2024, tandis que le nombre de courses n'a progressé que de 38%. Les chauffeurs doivent donc aujourd'hui travailler bien plus longtemps pour obtenir un salaire suffisant.

Par ailleurs, dans le secteur de la construction, un tiers des travailleurs sont indépendants – un chiffre qui grimpe à deux tiers en haute saison. Certains acteurs de l'Internet comptent actuellement davantage d'indépendants que de salariés. Dans d'autres domaines d'activité tels que le service à la clientèle en ligne, la part de « sous-traitance » atteint même 70%.

Une étude menée par Zhipin montre que 45% des travailleurs du secteur tertiaire actifs dans le transport de personnes ou de colis gagnent entre 10 000 et 15 000 renminbis par mois, soit la fourchette supérieure du segment. Ce n'est toutefois pas le cas partout.

En effet, les travailleurs à la tâche sont les premiers concernés par les fluctuations de revenus, et doivent s'assurer eux-mêmes – sans toutefois y être contraints. S'ils décident de s'affilier au régime légal de sécurité sociale, ils sont soumis aux mêmes taux de cotisation que les travailleurs salariés touchant un salaire brut correspondant. En outre, les travailleurs à la tâche doivent eux-mêmes payer les cotisations patronales, qui représentent 35% de leur salaire. Beaucoup ne peuvent pas se le permettre. L'étude ci-dessus montre notamment que seuls 10% des livreurs de repas interrogés estiment que le taux de cotisation à la sécurité sociale est approprié.

Lors du dernier Congrès national du peuple, certains ont plaidé pour une meilleure responsabilisation des plateformes. Dans la mesure où la communauté des travailleurs à la tâche représente aujourd'hui près de 30% de tous les actifs en Chine, des solutions doivent urgemment être trouvées. Notre société ne peut pas se permettre de voir une part aussi importante de la population quitter le système en raison du coût élevé des cotisations sociales. ♦

Shenwei Li est analyste à Shanghai.

TITRE

Le héros pas si gentil

Sven Ebert

Qu'ont en commun la prévoyance vieillesse des Allemands et le personnage vidéo japonais Pac-Man ? Malheureusement, bien plus que certains ne l'imaginent ...

Graphique 1
La réalité : une retraite à la « Pacman »
Revenus d'un retraité moyen, c'est-à-dire sans revenus professionnels, sans pension ni retraite d'entreprise.

Régime de retraite d'entreprise 11%

Régime de retraite privé 9%

Régime de retraite obligatoire 80%

En moyenne, la pension légale représente aujourd'hui 80% des revenus d'un retraité allemand qui a effectué toute sa carrière en tant qu'employé. Avec une part de 10% chacune, la prévoyance professionnelle et la prévoyance privée ne jouent qu'un rôle négligeable. Un bref coup d'œil au diagramme camembert illustrant cette répartition évoque Pac-Man, le sympathique petit personnage du jeu vidéo éponyme des années 1980 (voir graphique 1). Mais au-delà de la nostalgie suscitée par ces souvenirs d'enfance, cette représentation du risque de concentration de la prévoyance vieillesse a de quoi inquiéter. Car pour les retraités, Pac-Man n'est pas un gentil héros.

En effet, l'évolution démographique, marquée par un vieillissement croissant de la population, compliquera encore le financement de la retraite obligatoire au cours des décennies à venir. Le nombre de pensionnés augmente, celui des cotisants diminue (lire aussi l'article Erreur système, page 36).

Sans réforme d'envergure, le poids des impôts et cotisations sur les salaires bruts passerait de 43 à 60%. Compenser cette hausse nécessiterait des gains de productivité de 1% par an. Or, une telle amélioration n'a plus été enregistrée depuis les années 1990 ; depuis, les gains de productivité ont été bien moindres.

LA MEILLEURE VOIE ...

Nous nous trouvons à la croisée des chemins. En Allemagne, les dépenses publiques pour la prévoyance vieillesse représentent actuellement 10,8% du produit intérieur brut, soit bien plus que la moyenne de l'OCDE (8,1%). Sans refonte de la prévoyance vieillesse, nous emboîterons le pas à des pays comme la France ou l'Italie, où plus de 15% du produit intérieur brut est consacré aux retraites. Cela explique aussi l'endettement élevé de ces pays.

Sans réforme d'envergure, le poids des impôts et cotisations sur les salaires bruts passerait de 43 à 60%.



Un renforcement de la prévoyance par capitalisation semble la meilleure voie. Le cas des Pays-Bas et de la Suède, notamment, montre qu'il est possible de mettre en place une prévoyance vieillesse fiable tout en limitant les dépenses publiques : il suffit de combiner une assurance légale de base avec une prévoyance professionnelle ou privée. Nous devons donc ainsi viser un système dans lequel les trois piliers (prévoyance légale, professionnelle et privée) assurent à parts égales le maintien du niveau de vie à la retraite.

À cette fin, nous devons commencer à restreindre les dépenses de l'assurance pensions obligatoire. Sans modification des dispositions légales en vigueur, ces dernières atteindront près de 600 milliards d'euros à l'horizon 2035. Cela représenterait une augmentation de près de 50% en dix ans, ou un peu plus de 4% par an. Or, la croissance économique s'élève actuellement à moins de 1% par an, en raison notamment d'une forte pression fiscale et sociale.

Sur le long terme, les retraités ne profitent pas de la hausse de ces dépenses, car la charge croissante supportée par les actifs doit être répartie sur un nombre toujours plus important de retraités. C'est pourquoi, malgré les déclarations d'intention optimistes des responsables politiques, le niveau des retraites dans le système actuel devra bientôt encore être abaissé, poursuivant la tendance observée depuis le milieu des années 1980 pour la pension légale.

L'EXEMPLE DES
PAYS-BAS

Les dirigeants politiques seraient bien avisés de faire preuve d'une plus grande honnêteté. L'État allemand est économiquement assez fort pour garantir à chaque retraité une couverture de base pour ses vieux jours ; en revanche, il semble plus difficile de couvrir le niveau de vie individuel de chaque citoyen. Le passage à un système qui

entérinerait une couverture de base obligatoire peut faire peur, mais d'autres pays l'ont déjà mis en œuvre avec succès. Ainsi, l'État néerlandais verse une rente de base limitée, indépendamment des revenus. Le nombre de personnes âgées pauvres est toutefois bien moins important qu'en Allemagne – aussi parce que le pilier professionnel, dépendant du secteur privé, est bien plus développé.

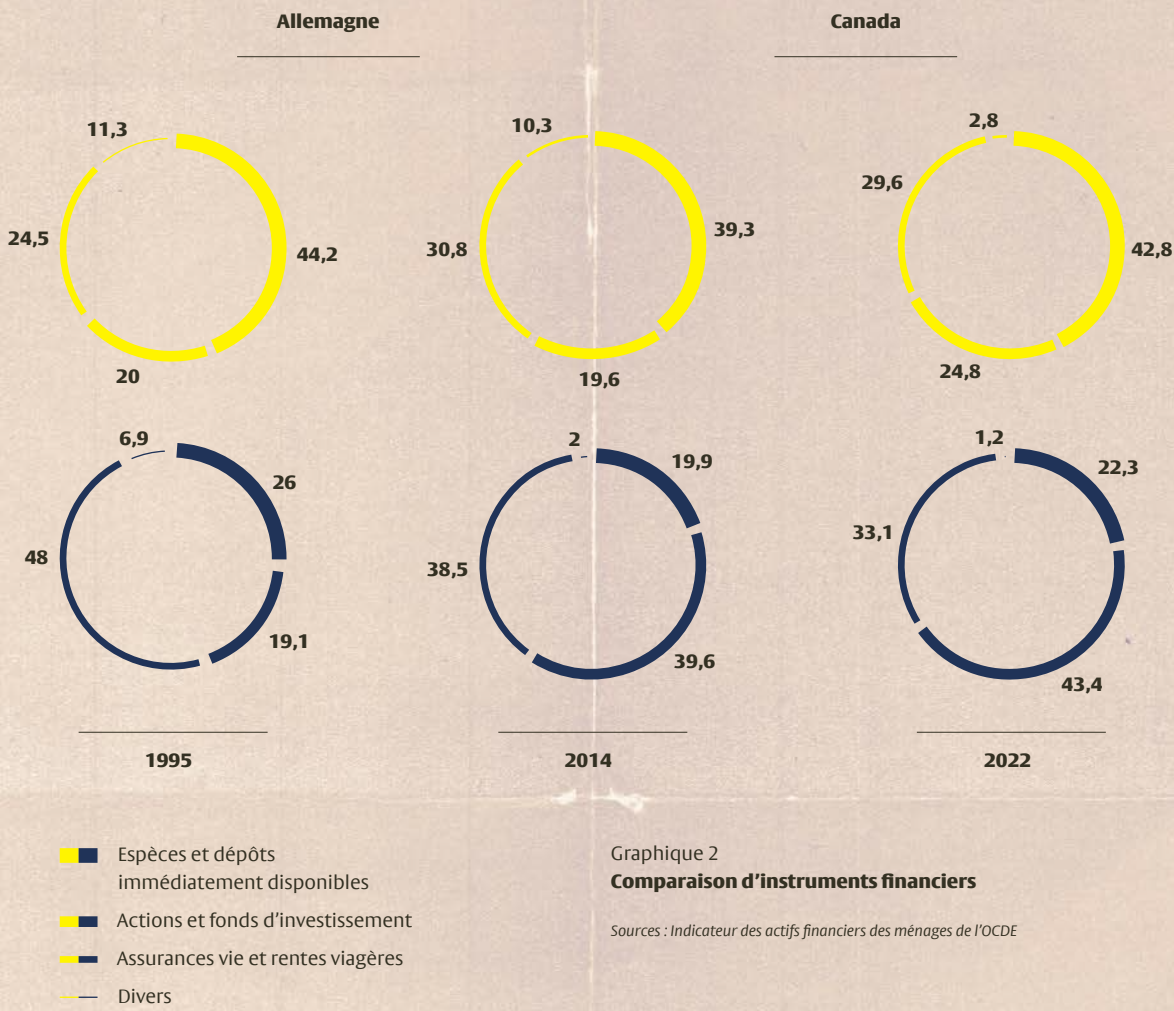
En Allemagne également, la prévoyance vieillesse professionnelle devrait être accessible à davantage d'individus. Aux Pays-Bas, la population active participe largement au système par le biais de conventions collectives. Des fonds de pension sectoriels investissent le capital de manière professionnelle et misent largement sur les actions.

Dans le paysage de la prévoyance professionnelle allemande, très fragmenté, seul un salarié sur deux dispose d'une telle prévoyance complémentaire. Au total, il existe plus de dix possibilités différentes d'organiser la prévoyance vieillesse des collaborateurs d'une entreprise. Certains produits exigent des garanties de capital, ce qui réduit les rendements. D'autres ne prévoient qu'une rente mensuelle, accordée à vie dès l'âge de la retraite, ce qui limite la flexibilité.

Nous aurions intérêt à lutter contre cette fragmentation, afin de pouvoir passer plus facilement d'un modèle à l'autre. Il serait judicieux de renforcer les modèles existants en associant une part plus élevée d'actions à une utilisation plus flexible du montant épargné à la retraite.

MISER SUR LES
ACTIONS

Parallèlement, nous devons développer la prévoyance privée par capitalisation. Le nouveau compte d'épargne retraite envisagé par le gouvernement fédéral constitue un pas important dans cette direction. Son prédécesseur, la retraite



Graphique 2
Comparaison d'instruments financiers

Sources : Indicateur des actifs financiers des ménages de l'OCDE

« Riester », une pension complémentaire par capitalisation subventionnée par l'État mise en place il y a 20 ans, a déjà semblé entériner un changement de paradigme, octroyant une part plus importante à la prévoyance privée. Toutefois, la garantie de capital obligatoire s'est traduite par des rendements réels négatifs dans les années 2010, lorsque les taux étaient bas, entraînant au final une perte de confiance.

Aucune garantie de capital n'est obligatoire dans le cadre du nouveau compte de prévoyance vieillesse. Une épargne durable en actions, source de rendements solides, est donc possible. Les primes et économies d'impôts prévues dans le cadre du

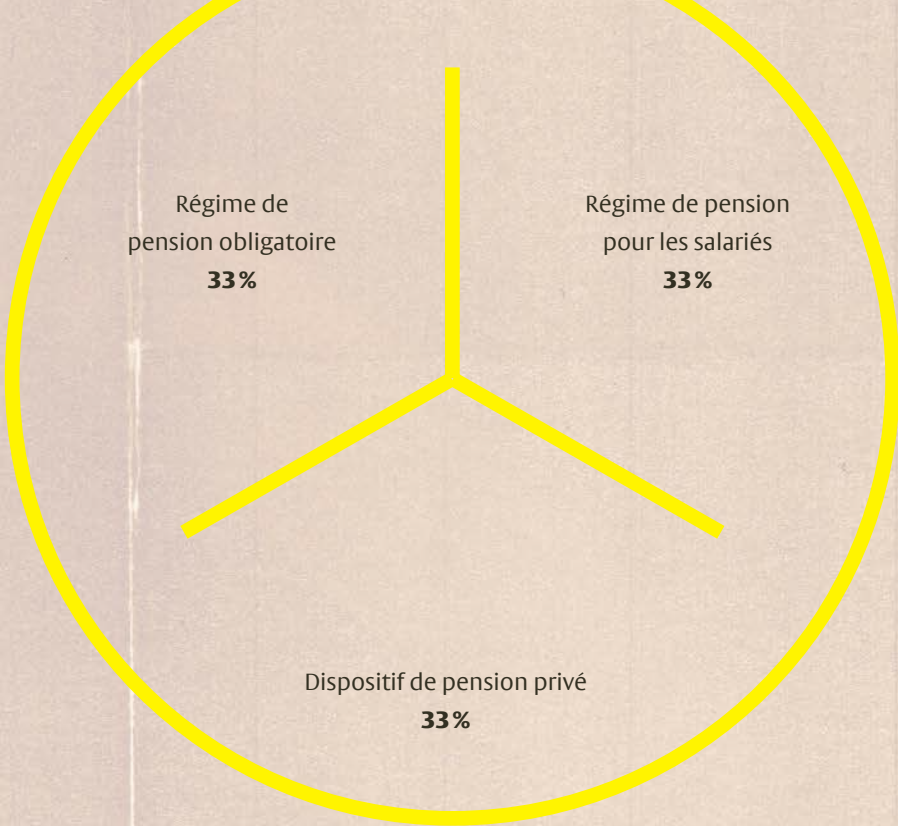
mécanisme incitent à la constitution d'un patrimoine privé. Une utilisation plus libre du capital à l'âge de la retraite renforce encore l'attrait du produit : il est ainsi possible, mais pas obligatoire, de transformer l'avoir constitué en rente à vie. Sur demande, 30% du montant économisé peut être mis à disposition directement au début de la retraite. Le reste peut être versé en rentes mensuelles, jusqu'à l'âge de 85 ans.

Les épargnants devraient profiter de cette nouvelle liberté en matière de placement du capital pour miser davantage sur les actions. Pour que chacun puisse prendre une décision éclairée, il faudrait renforcer l'éducation financière de la



Graphique 3
**L'idéal :
une prévoyance
retraite pour ses vieux
jours, à l'image
de l'« étoile Mercedes »**

Sources : Rapport sur
la sécurité sociale 2024
du ministère fédéral du
Travail et des Affaires sociales



société dans son ensemble. Le résultat serait visible directement au niveau du compte de prévoyance vieillesse personnel. Il y a fort à parier que ce dernier contribuerait à une nouvelle culture de l'investissement, dans laquelle ce seraient les actions, et non les livrets d'épargne si sensibles à l'inflation, qui joueraient le rôle principal. Une comparaison avec le Canada met en évidence le retard à rattraper (voir graphique 2).

**LE « MODÈLE »
DE L'ÉTOILE MERCEDES**

La mise en œuvre d'un nouveau système ne va pas se faire du jour au lendemain. Il faudrait donc amorcer le mouvement le plus rapidement possible, en remplaçant Pac-Man par l'étoile Mercedes (voir graphique 3), qui comprend trois piliers de l'assurance vieillesse. À cet égard, trois principes de base devront être respectés.

Le premier est que la pension légale ne servira, à l'avenir, que de couverture de base pour la retraite – ni plus, ni moins. Cela pourra impliquer

que les personnes gagnant le plus ne reçoivent, en échange de leurs cotisations, qu'une pension obligatoire légèrement plus élevée.

Deuxièmement, la prévoyance vieillesse professionnelle doit se généraliser. Elle devrait, plus que jamais, inciter de larges couches de la population à se tourner vers une prévoyance vieillesse par actions par l'intermédiaire de leur employeur. Puisqu'une couverture de base est assurée par la retraite légale, les garanties de capital ne seront pas forcément nécessaires.

Troisièmement, la prévoyance vieillesse privée doit être renforcée. Le nouveau compte de prévoyance vieillesse personnel, avec des incitations de l'État, y contribuera. Enfin, si l'on veut que davantage d'argent soit disponible, en fin de mois, pour une épargne privée, il convient de mener en parallèle des réformes encourageant la croissance, qui feront augmenter les salaires grâce à des gains de productivité.

Brève chronologie de l'assurance retraite

Sven Ebert

Le modèle allemand de prévoyance vieillesse, autrefois précurseur, est désormais au bord de la rupture. Comment en est-on arrivé là, et que les autres pays ont-ils fait de mieux ?

– 1.1 –

**LE SYSTÈME BISMARCKIEN
(1891 – 1957)**

En Allemagne, l'assurance pensions légale (obligatoire) fut introduite en 1889 par le chancelier Otto von Bismarck. Son but ? Constituer un stock de capital pour protéger ses compatriotes de la pauvreté à l'heure de la vieillesse. En l'absence de capital de départ et avec un niveau de cotisation s'élevant en tout et pour tout à 1,7 % des salaires, supporté à parts égales par les salariés et les employeurs, cette protection restait toutefois limitée. Par ailleurs, peu de personnes atteignaient l'âge de départ à la retraite, fixé à 70 ans.

Par la suite, même si les guerres, l'inflation et les réformes monétaires mirent à mal la constitution de ce stock de capital, la pension légale, financée à un tiers par le budget de l'État et aux deux tiers par les cotisations (salariales et patronales),

continua tout de même de faire partie intégrante du socle social de la République fédérale d'Allemagne jusqu'au milieu des années 1950, avec un âge de la retraite entretemps abaissé à 65 ans.

**Principales caractéristiques du système
bismarckien**

Assurance obligatoire, cotisations proportionnelles au salaire, système par capitalisation

Cotisations salariales : 0,85 %

Cotisations patronales : 0,85 %

Contribution de l'État : 50 marks par an et par cotisant

Taux de remplacement net : 20 à 25 %

Âge de départ à la retraite : 70 ans (à partir de 1916 : 65 ans). Espérance de vie à l'introduction du système : 41 ans pour les hommes ; 44 ans pour les femmes

– 1.2 –
**LE SYSTÈME
BISMARCKIEN FAIT
DES ÉMULES**

Le modèle de sécurité sociale mis en place par Bismarck avait beau être rudimentaire, les autres pays ne tardèrent pas à s'en inspirer. Rapidement, l'Empire austro-hongrois se dota d'une assurance vieillesse pour les fonctionnaires. Les lois de Bismarck relatives à l'assurance sur les accidents du travail et à l'assurance maladie des travailleurs furent elles aussi bientôt imitées. Une loi sur l'assurance pension des employés, considérés comme privilégiés par rapport aux ouvriers, vit d'abord le jour en 1906. Une loi analogue fut ensuite adoptée en 1927 pour les ouvriers, mais ne fut jamais appliquée.

De même, aux Pays-Bas, la plupart des personnes âgées ne pouvaient initialement compter que sur la solidarité privée ou le soutien de l'Église. Si une protection contre l'invalidité fut mise en place dès 1913, il fallut attendre la fin de la Seconde Guerre mondiale pour qu'apparaisse l'assurance retraite légale.

Les États-Unis, quant à eux, adoptèrent en 1935 le Social Security Act, qui, outre une assurance maladie et une assurance invalidité, instaurait une forme (rudimentaire) d'assurance retraite. Au Royaume-Uni, une rente vieillesse, instituée dès 1908 en vertu des Poor Laws, visait à garantir aux personnes âgées un minimum vital. La France, pour sa part, créa une retraite ouvrière et paysanne en 1910 ; toutefois, celle-ci perdit son caractère obligatoire en 1912 et fut en fin de compte un échec. L'Italie, elle, adopta le modèle bismarckien en 1919.

Résumé : Depuis 1891, il existe en Allemagne un mécanisme de protection contre la pauvreté des personnes âgées : c'est le fameux système bismarckien, qui offrait alors à chaque individu

une protection de base face à la vieillesse, et dont d'autres pays se sont ensuite inspirés.

– 2.1 –
**1957 : LES DÉBUTS DE
LA PENSION
LÉGALE MODERNE**

En 1957, l'Allemagne abandonna son objectif de constituer un stock de capital pour financer les retraites. Le chancelier Konrad Adenauer fit voter au Bundestag l'instauration d'un régime de retraite par répartition, système reposant (aujourd'hui encore) sur l'idée d'un contrat entre les générations. Initialement, le niveau de retraite avoisinait 60% du revenu brut moyen, et les cotisations (salariales et patronales) représentaient 14% du revenu brut. Depuis lors, le niveau de retraite individuelle est calculé en fonction du nombre d'années de cotisation, du niveau de revenu et de l'évolution salariale sur l'ensemble de la vie active.

**Principales caractéristiques de la pension
légale en 1957**

Cotisations salariales :

7 % du salaire brut

Cotisations patronales :

7 % du salaire brut

Assiette de cotisation : 9000 deutschmarks (DM) pour un revenu moyen de 5043 DM

Contribution de l'État : 27 % du financement total, soit 1,3 milliard DM

Taux de remplacement : 60 % du salaire brut moyen

Âge de départ à la retraite 65 ans

Espérance de vie : 67 ans pour les hommes ; 72 ans pour les femmes

– 2.2 –
**UNE AUTRE SOLUTION ÉMERGE :
LA COUVERTURE DE BASE INSPIRÉE DU
MODÈLE BEVERIDGIEN**

Au Royaume-Uni comme ailleurs, les deux guerres mondiales avaient durement éprouvé le système social. En 1940, l'économiste et homme politique britannique William Beveridge fut donc chargé de réfléchir à des projets de réforme. Il proposa d'instaurer une retraite de base financée par l'impôt, censée garantir à tout un chacun un minimum vital pour sa vieillesse.

C'est également dans cette voie que s'engagèrent les Pays-Bas. Après la Seconde Guerre mondiale, le ministre néerlandais des Affaires sociales, membre du parti social-démocrate, fit voter une loi d'urgence sur les retraites : il mit ainsi en place un système financé par les cotisations, doté d'une assiette maximale de cotisation peu élevée et garantissant à chaque citoyen une pension forfaitaire. Les dispositions de cette loi d'urgence furent intégrées en 1956 dans la loi générale sur l'assurance vieillesse, qui constitue encore à ce jour le socle du système de pensions néerlandais.

En 2025, le montant de la pension brute mensuelle pour toute personne ayant vécu 50 ans aux Pays-Bas est d'environ 1600 euros, soit un niveau légèrement inférieur à celui de la pension brute de référence (~1800 euros) versée en Allemagne à un travailleur touchant un salaire moyen, au bout de 45 années de cotisation. Par ailleurs, toujours aux Pays-Bas, les couples vivant sous le même toit touchent à peine 1100 euros par personne. Quant au taux de cotisation, il se situe à 18% du revenu imposable, soit un niveau proche du taux en vigueur en Allemagne (18,6%). Enfin, l'assiette maximale de cotisation, c'est-à-dire la base de salaire sur laquelle peuvent être prélevées les cotisations est passée en 2025 à environ 38 000 euros, soit plus de moitié inférieure à l'assiette applicable en Allemagne (96 600 euros).

Résumé : Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, l'Allemagne a opté pour un mécanisme de proportionnalité au revenu, censé permettre un maintien du niveau de vie à la retraite. À l'époque, d'autres pays avaient déjà eux aussi instauré une couverture vieillesse de base.

– 3.1 –
**1972 : RÉFORME DES RETRAITES
EN ALLEMAGNE**

Comme dans la plupart des pays industrialisés, les taux de natalité connurent une chute brutale entre 1965 et 1970 en Allemagne (-40% environ). Ce recul des naissances est souvent attribué à l'avènement de la pilule contraceptive (« effet pilule »), même si cette raison n'est certainement pas la seule. Dans tous les cas, les systèmes de retraite par répartition allaient rapidement toucher leurs limites : l'on commençait à compter moins de cotisants pour plus de retraités, alors même que ces derniers vivaient plus longtemps.

Toutefois, au début des années 1970, la pression sur le système était encore moindre du fait des niveaux jusqu'alors élevés de natalité. La contribution de l'État, qui représentait 27% du financement du régime d'assurance pension en 1957, était tombée à 15% en 1970. Dans le cadre de la réforme de 1972, au lieu de prendre des mesures pour anticiper des problèmes pourtant prévisibles, l'Allemagne introduisit la possibilité d'une mise en préretraite, ce qui conduisit à une augmentation des dépenses de retraite.



À l'issue de la réforme des retraites de 1972

Pension légale : assurance obligatoire, cotisations proportionnelles au salaire, système par répartition, adaptation au niveau de revenu

Cotisations salariales :
8,5 % du salaire brut

Cotisations patronales :
8,5 % du salaire brut

Assiette de cotisation : 25 200 DM par an, revenu moyen 16 335 DM

Contribution de l'État : 15 % du financement total, soit entre 6,5 et 6,8 milliards DM

Taux de remplacement net : 64%.

Âge de départ à la retraite : 65 ans, préretraite possible à partir de 63 ans et 35 années de cotisation, 60 ans pour les femmes et les personnes au chômage

Espérance de vie : 67 ans pour les hommes; 73 ans pour les femmes

– 3.2 –

LES ÉTATS-UNIS
OPTENT POUR LE RENFORCEMENT
DE LA PENSION
PROFESSIONNELLE

En 1935, au sortir de la Grande Dépression, les États-Unis entérinèrent, par le Social Security Act, la création d'un régime public d'assurance pension, complété en 1956 par une pension d'invalidité. Toutefois, jusqu'en 1970, le taux de remplacement net du régime de retraite légal restera plafonné à 29% seulement. Or, surtout dans les années 1970, période marquée par une forte inflation, la pauvreté était très répandue chez les personnes âgées. La volonté de mieux réguler les régimes privés d'assurance vieillesse conduisit donc à l'adoption du Employee Retirement Income Security Act (ERISA) en 1974. Mais la découverte du produit qui finit par s'imposer dans le système de prévoyance vieillesse américain tient plus ou moins du hasard.

Il se trouve qu'en 1978, le Congrès américain avait décidé d'amender les codes fiscaux. Alors qu'il passait en revue l'ensemble des nouvelles dispositions, un conseiller fiscal du nom de Ted Benna tomba sur le paragraphe 401(k), qui donnait manifestement aux entreprises la possibilité de défis-caliser les provisions pour retraite de leurs salariés. Jusqu'à un certain plafond, l'imposition pouvait donc être différée jusqu'au moment de la retraite, afin que dans l'intervalle, un capital plus impor-tant puisse être investi dans des plans d'assurance vieillesse. En 1990, l'épargne ainsi constituée s'éle-vait déjà à 384 milliards de dollars. En 1996, elle franchit la barre des 1000 milliards ; aujourd'hui, ce chiffre a encore été multiplié par 10.

À l'heure actuelle, pour chaque 10 dollars détenus par les épargnants américains en plans 401(k), 7 en moyenne sont investis en actions. Pour les moins de 40 ans, la proportion du capital investi en actions s'élève même à plus de 90%. Les frais de ces régimes d'assurance vieillesse profession-nelle sont en moyenne inférieurs à 1% par an. En cas de changement d'employeur, les fonds sont transférables sans aucune difficulté. La simplici-té de la réglementation favorise la concurrence, d'où l'existence d'un large choix de produits à des coûts bas. Les versements fiscalement avantageux réalisés dans l'épargne retraite professionnelle aux États-Unis pèsent donc largement plus lourd que le secteur entier de la prévoyance vieillesse professionnelle allemande.

L'épargne retraite aux États-Unis

Cotisations salariales : 6,2%

Cotisations patronales : 6,2%

Plafond de cotisation : 137 700 USD

Retraite moyenne en 2022 : 1400 USD

Épargne moyenne d'une personne âgée de 75 ans grâce aux plans 401(k), selon les chiffres de la Réserve fédérale américaine (Fed) : 462 610 USD ; 80 % des retraités sont propriétaires d'un ou de plusieurs biens immobiliers.

Résumé : Avec son système par répartition, l'Allemagne pensait – à tort – être à l'abri. Aux États-Unis, l'essor de l'épargne retraite profes-sionnelle par capitalisation représente un solide deuxième pilier.

– 4.1 –

EN ALLEMAGNE, À PARTIR DE 1990 :
NÉCESSITÉ DE RÉFORME ACCRUE,
MAIS AUCUNE TRANSFORMATION
DURABLE DU SYSTÈME

En Allemagne, l'effritement du contrat entre les générations fut accentué par la réunification sur-venue en 1990, qui conduisit le système de re-traites du pays à intégrer 3,6 millions de nouvelles personnes – et ce, d'autant plus que les généreux dispositifs de préretraite continuaient de s'appli-quer. Si l'âge moyen de départ à la retraite pour les hommes était encore supérieur à 65 ans en 1970, il avait été abaissé à moins de 63 ans en 1990. De-puis l'avènement de la pilule, les taux de natalité avaient drastiquement chuté pour s'établir autour de 1,5 enfant par femme, et l'espérance de vie avait augmenté. Les jeunes générations, de moins en moins nombreuses, devaient et doivent toujours soutenir un nombre croissant de personnes âgées. Dans le cadre de la réforme des retraites menée en 1992 et de l'Agenda 2010, l'Allemagne connut de brèves périodes de rigueur, qui virent l'intro-

duction de mesures telles qu'une diminution de la pension en cas de départ anticipé à la retraite et la limitation des possibilités de mise en prére-traite. Le niveau de retraite passa de 55% en 1990 à environ 48% en 2014. En 2007, il fut décidé de porter progressivement l'âge de la retraite à 67 ans à l'horizon 2031.

En 2014, les décideurs politiques renouèrent avec le principe d'une extension des prestations avec deux dispositions : la « retraite à 63 ans » et la « retraite des mères ». Entre 2015 et 2025, les dé-penses de retraite augmentèrent de 3,5% par an en moyenne. Sur la même période, la hausse de la contribution de l'État s'éleva à environ 3,7% par an. Depuis 2019, le niveau de pension ne doit pas descendre en dessous de 48%.

La pension légale à partir de 1992

Assurance obligatoire, cotisations proportionnelles au salaire, système par répartition, adap-tation au niveau de revenu

Cotisations salariales :
8,85 % du salaire brut

Cotisations patronales :
8,85 % du salaire brut

Assiette de cotisation : 81 600 DM pour un revenu moyen de 46 820 DM

Contribution de l'État : 24 % du financement total, soit 58 milliards DM

Taux de remplacement net : 54–55%

Âge de départ à la retraite : 65 ans pour les hommes comme pour les femmes

Espérance de vie : 72 ans pour les hommes ; 79 ans pour les femmes



– 4.2 –

**CRISE ET RÉORGANISATION DURABLE EN
SUÈDE DANS LES ANNÉES 1990**

En Suède, dans les années 1950, la pension légale n'était que de l'ordre de 30% du revenu moyen. Néanmoins, les employés et les fonctionnaires disposaient d'une couverture complémentaire sous la forme d'une prévoyance vieillesse professionnelle. Les syndicats ouvriers réclamèrent donc l'extension du régime légal de retraite complémentaire à tous les travailleurs. Mais une grave crise économique frappa le pays au début des années 1990, et des réformes d'envergure furent alors menées.

Aujourd'hui, le régime légal de retraite suédois fournit une protection de base, non proportionnelle au revenu, contre la pauvreté liée à l'âge. À cela vient s'ajouter une composante proportionnelle au revenu, fonctionnant en partie par capitalisation. L'âge de départ à la retraite n'est pas fixe, et influe sur le montant de la retraite individuelle. Plus l'on travaille longtemps, plus l'on touche une retraite élevée. De ce fait, l'âge de la retraite a reculé, passant de 62 ans en 1994 à 64,5 ans environ en 2024. Les Suédois de plus de 65 ans perçoivent en moyenne une pension brute légale équivalant à 51% de leur revenu moyen, ajusté de l'inflation, sur les cinq dernières années précédant leur départ à la retraite.

Dans le pays, les conventions collectives rendent la prévoyance vieillesse professionnelle pour ainsi dire obligatoire pour tous les salariés (90% d'entre eux sont ainsi concernés). Dans les portefeuilles d'investissement retraite, les actions sont le produit phare. Grâce à la prévoyance professionnelle, le niveau de retraite a ainsi progressé de 28 points pour s'établir à 79%.

Résumé : Au début des années 1990, l'Allemagne et la Suède ont été contraintes de réformer leur système de retraite. Toutefois, au contraire de la Suède, l'Allemagne est revenue sur les mesures prises une fois la crise passée.

– 5 –

**LE STATU QUO
EN ALLEMAGNE**

L'Allemagne a régulièrement tenté – jusqu'à présent en vain – de mettre en place un véritable modèle à trois piliers, dont l'un serait la retraite légale. À l'heure actuelle, un retraité moyen tire 80% de ses revenus de la retraite légale, contre seulement 10% environ pour la prévoyance professionnelle comme pour la prévoyance privée par capitalisation.

Les décideurs semblent avoir admis qu'il y a urgence à agir. Une commission sur les retraites a été créée pour étudier la pension légale et le niveau de protection global des retraités actuels et futurs. La généralisation de la prévoyance vieillesse professionnelle à l'ensemble des salariés fait partie des pistes à promouvoir. Quant au nouveau compte d'épargne retraite, il vise, par une incitation fiscale, à rendre attractif le recours à l'assurance privée.

En matière de prévoyance vieillesse, l'Allemagne ne fait plus partie des précurseurs. L'avantage, c'est qu'elle n'est plus obligée de réinventer la roue ; pour mener des réformes, il existe à l'étranger suffisamment de modèles dont elle peut s'inspirer.

La retraite légale en 2026

Cotisations patronales :

9,3 % du salaire brut

Cotisations salariales :

9,3 % du salaire brut

Assiette de cotisation : 101 400 euros pour un revenu moyen de 51 944 euros

Contribution de l'État : 48%

Âge de départ à la retraite :

(jusqu'en 2031) 67 ans pour les hommes
comme pour les femmes

Espérance de vie : 79 ans pour les hommes ;
84 ans pour les femmes

L'Allemagne
a régulièrement tenté
– jusqu'à présent en vain –
de mettre en place
un véritable modèle
à trois piliers, dont l'un
serait la retraite légale.

Dr Sven Ebert est analyste de recherche senior
chez Flossbach von Storch Research Institute.

Erreur système

Philipp Vorndran

La population allemande vieillit et le nombre de naissances ne suffit pas à compenser. Un véritable problème pour le système de retraite par répartition.

La plupart des pensionnés allemands peuvent profiter de leur retraite en toute sérénité. C'est exactement ce que prévoyait le « contrat entre les générations » – un contrat qui n'a jamais été ratifié, mais qui compte parmi les valeurs immuables ayant façonné la politique d'après-guerre outre-Rhin.

En 1957, le système de retraite par capitalisation a été remplacé par un système par répartition. Les actifs (donc, les jeunes) alimentent depuis la caisse de pension obligatoire pour les personnes âgées, espérant que leurs enfants en feront de même pour eux, plus tard. Cet arrangement entre générations est censé se répéter à l'infini. D'autres États membres de la zone euro, et notamment l'Espagne, ont adopté un système similaire.

Un problème se pose toutefois : la société change. Le nombre de naissances a diminué depuis les années 1950, et l'on vit bien plus vieux. Résultat : dans les pays industrialisés, la part des personnes âgées a nettement augmenté par rapport aux jeunes, dont le nombre diminue. En d'autres termes, l'on compte de plus en plus de bénéficiaires d'une pension vieillesse, mais de moins de payeurs.

Le taux de dépendance des personnes âgées mesure le rapport de force entre les deux groupes, et donc aussi la robustesse du système de retraite par répartition. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), ce quotient s'élevait à 16 en 1950 : ainsi, pour 100 personnes en âge de travailler, il y avait 16 personnes à l'âge de

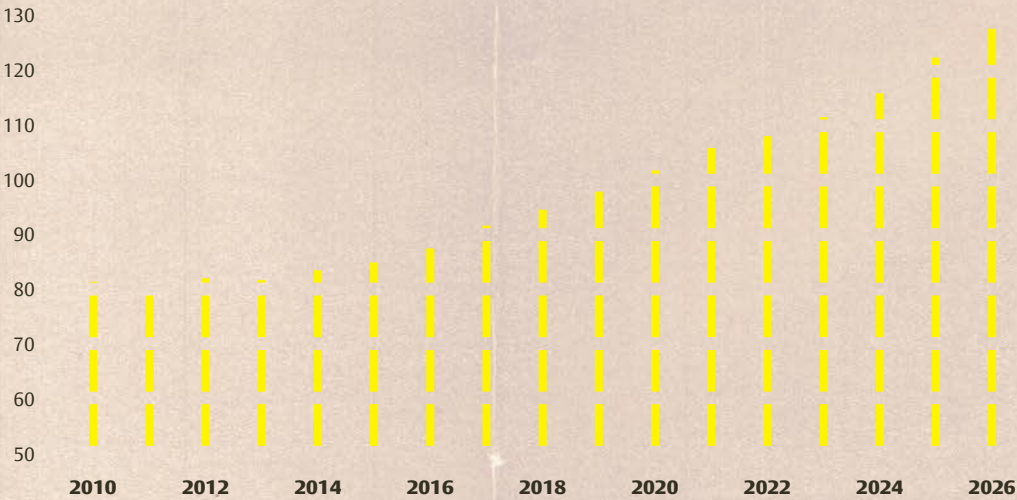
la retraite. Aujourd'hui, ce taux atteint 37 : il a plus que doublé. Et les projections pour 2060 sont encore plus dramatiques : le taux de dépendance des personnes âgées avoisinera les 60 en Allemagne et flirtera même avec les 80 en Espagne.

Ce système par répartition ne peut donc clairement plus être qualifié de robuste. Même les gouverneurs de la Bundesbank, d'habitude plutôt réservés, mettent en garde depuis des années contre les problèmes qui menacent le système de retraite obligatoire. Sans adaptation radicale, notamment de l'âge du départ à la retraite, le système par répartition arrivera tôt ou tard à ses limites.

LA RETRAITE : SÛRE ...

Le système est d'ores et déjà sous pression, comme en témoignent les subventions fédérales dans la caisse de pension, qui augmentent année après année. L'on estime ainsi qu'il faudra consacrer 127,8 milliards d'euros d'impôts au renflouement des caisses en 2026 (voir graphique) : c'est un quart du budget fédéral !

Les prochaines années pourraient constituer l'épreuve de vérité, car de nombreux « baby-boomers » (en Allemagne, les personnes nées entre 1955 et 1969) arriveront à l'âge de la retraite. Sans réforme en profondeur, le système de retraite menace de s'effondrer.



Graphique
Les coûts augmentent ...
... et continuent d'augmenter pour le budget fédéral allemand (ressources fédérales consacrées à l'assurance retraite, en milliards d'euros*)

* Estimations pour les années 2025 et 2026.

Sources : Ministère fédéral des Finances, caisse de retraite allemande, Flossbach von Storch, données au 30 avril 2026



La problématique n'est pas nouvelle, et la méfiance des assurés non plus. En 1986 déjà, Norbert Blüm, alors ministre du Travail et des Affaires sociales en Allemagne, avait été prié de prouver au public, lors de la campagne électorale, que la sécurité des retraites était assurée. Depuis, les gouvernements qui se sont succédé ont chacun mené leurs réformes – ou plutôt devrait-on parler de « réformettes ». En 1992 et en 2006, l'âge du départ à la retraite a ainsi été relevé et le niveau des pensions abaissé. Du bricolage : une petite adaptation ici, une petite modification là. Mais le problème sous-jacent, qui constitue une faiblesse inhérente au système par répartition, n'est guère résolu. L'évolution démographique est lente, mais immuable.

En outre, la caisse de pension s'apparente de plus en plus à un supermarché où chacun peut se servir librement. Au cours des décennies écoulées, et selon la composition du gouvernement au pouvoir, de généreux cadeaux ont été faits à différents groupes électoraux, sans que les versements ne soient compensés par des cotisations adéquates. La retraite des mères de famille constitue un bel exemple, mais il n'est pas le seul. Et comme si l'évolution démographique ne pesait pas déjà suffisamment sur le système, la caisse de pension a régulièrement été siphonnée... Or, au final, ce sont les jeunes qui doivent assumer les conséquences de ces cadeaux faits en toute bonne foi aux électeurs.

... OU PAS ?

La Bundesbank estime que sans réforme d'envergure, le taux de cotisation pourrait passer de 18,6 % actuellement à pas moins de 31 % à l'horizon 2070 – une perspective qui est loin de réjouir les cotisants d'aujourd'hui... et de demain.

Car à l'inverse de leurs parents, peu pourront partir à la retraite avant l'âge de 69 ans. Les croisières sur le Rhin attendront... ou ne pourront même jamais être envisagées, faute de temps et d'argent. Plus personne ne croit aujourd'hui à la sécurité de nos retraites promise par le candidat Norbert Blüm, malheureusement décédé. Il y a fort à parier qu'il s'abstiendrait aujourd'hui de proférer de tels slogans électoraux, mais s'engagerait avec énergie pour défendre les intérêts des générations futures.

Plus que jamais, un débat franc et sans langue de bois s'impose sur la viabilité de l'assurance pensions obligatoire, et sur les mesures à prendre. Il pourrait être utile, à cet égard, de jeter un œil sur ce qui se fait chez nos voisins européens. Ainsi, les Suisses ou les Néerlandais réussissent bien mieux que nous.

Une chose est toutefois certaine : aucune société ne peut se permettre, sur la durée, des millions de retraités pauvres.

Philipp Vorndran
est partenaire chez Flossbach von Storch.

Le prix de la prospérité

Philipp Immenkötter

Le prix des actifs a fortement augmenté ces dernières années – bien plus rapidement que les prix à la consommation. Pour de nombreux ménages, c'est problématique.

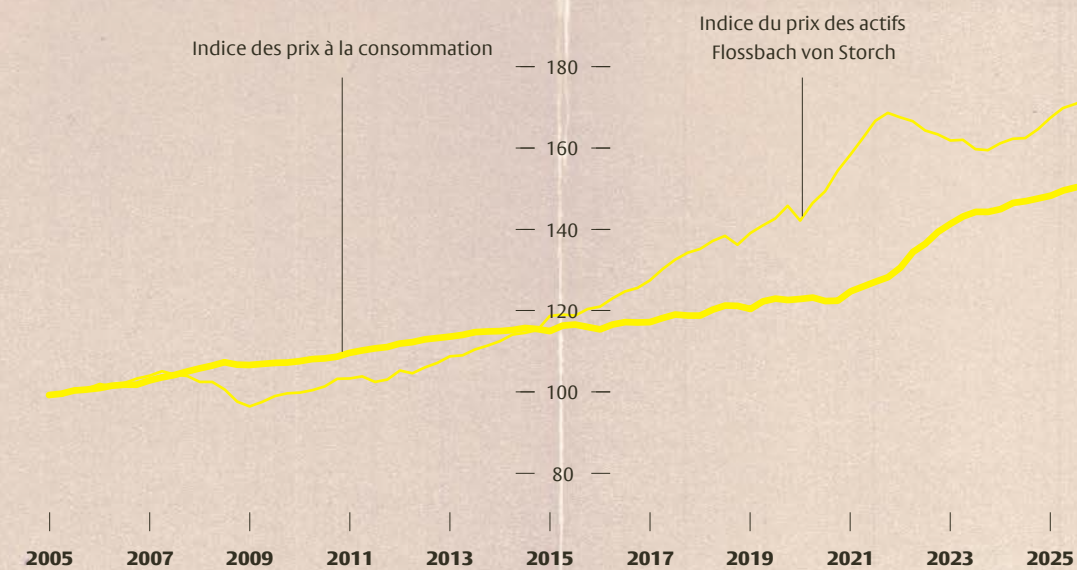
Au supermarché, à la pompe, beaucoup s'émeuvent de la hausse des prix dernièrement. Après la crise du Covid-19, les prix de nombreuses denrées alimentaires, matériaux de construction et services ont littéralement bondi. Ensuite, les guerres en Ukraine et en Iran ont eu des répercussions importantes pour les automobilistes. Lorsque les prix à la consommation augmentent, l'inflation se ressent directement au quotidien, à chaque achat. Ce que beaucoup de gens ont tendance à oublier, c'est qu'une forme d'inflation moins médiatisée sévit en coulisses, dont les conséquences peuvent être bien plus graves pour un grand nombre de personnes.

Car trop souvent, l'inflation des actifs ne déploie pleinement ses effets que lors des décisions ma-

jeures de la vie. L'achat d'un bien immobilier, l'investissement d'un héritage ou la planification des moyens financiers nécessaires à la retraite sont autant d'occasions qui mettent en évidence cette hausse des prix des actifs, bien plus rapide que celle des biens de consommation. C'est ce que reflète l'indice des prix des actifs publié par Flossbach von Storch pour l'Allemagne. Ce dernier tient compte de l'évolution pondérée des actifs corporels et financiers que possèdent les ménages allemands.

L'augmentation des prix de ces derniers est considérable. Fin 2025, l'inflation des actifs s'élevait en effet à 4,5 % sur un an en Allemagne, soit deux fois plus que l'inflation des biens de consommation, qui atteignait 2,2 % sur la période.





Graphique 1
Prix des actifs et prix à la consommation

Sources : Calculs Flossbach von Storch sur la base des données Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Deutsche Bundesbank, destatis, GDV, HAGI, FMI, Liv-ex, LSEG, vdpResearch GmbH et destatis. Données en : mars 2026

La constitution d'un patrimoine et d'une prévoyance vieillesse s'est donc considérablement renchérie. La différence est d'autant plus nette sur le long terme. Au cours des 20 dernières années, les prix des actifs ont progressé de 70 % et les prix à la consommation, de 50 % (voir graphique 1). À titre de comparaison, sur la même période, les salaires réels n'ont augmenté que de 15 %.

Cette évolution peut entraîner des tensions sociales si l'écart entre les ménages aisés et ceux au patrimoine moins important se creuse encore en Allemagne. Pour cette dernière catégorie, il deviendra de plus en plus difficile de rattraper le retard. Cet état de fait est particulièrement flagrant sur le marché immobilier. Pour de nombreux ménages de la classe moyenne, la nouvelle hausse des prix rend encore plus inaccessible le rêve d'accéder à la propriété.

Qu'est-ce qui détermine l'évolution des prix des actifs en Allemagne ?

Trois facteurs déterminent dans une large mesure l'évolution des prix des actifs : la croissance économique, les dépenses publiques et la politique monétaire. La transmission se produit en premier lieu, mais pas exclusivement, par le canal des taux. La baisse des taux d'intérêt fait augmenter le prix des actifs, dans la mesure où la valeur actualisée des flux de revenus futurs s'accroît. À l'inverse, une hausse de taux fait diminuer le prix des actifs.

- Le premier facteur qui détermine l'évolution des prix des actifs est la croissance économique. Dans une économie en expansion, la hausse des revenus réels des ménages accroît la demande d'actifs corporels et financiers.

À l'inverse, les récessions et la contraction des revenus limitent la capacité de ces derniers à investir dans des actifs ou les contraignent même à liquider une partie de leur patrimoine. L'essor de l'économie allemande a tiré les prix des actifs vers le haut jusqu'en 2018. Depuis, toutefois, la croissance est faible, si bien que ce canal n'apporte que peu de vents favorables.

- Un deuxième facteur alimentant l'inflation des actifs est les dépenses publiques, qui ont un effet sur ces derniers via deux canaux. Premièrement, les dépenses publiques peuvent brider le prix des actifs par le biais du canal des taux, puisque l'accroissement des dépenses publiques financées par emprunt peut faire grimper les taux. Deuxièmement, la hausse des dépenses publiques peut avoir un effet positif sur les bénéfices des entreprises. Lorsque ces dernières profitent de programmes de relance conjoncturelle, les prix des actifs d'exploitation et des parts de l'entreprise augmentent, selon la manière dont les fonds sont dépensés. Au printemps 2025, l'annonce d'une augmentation de l'endettement public a par exemple entraîné une hausse des cours des actions des entreprises du secteur de l'armement. Sur le marché dans son ensemble, cet effet a toutefois été occulté par la hausse des taux résultant de cette dette supplémentaire, qui a mis sous pression les cours des actions et des actifs d'exploitation.
- La troisième et probablement la plus importante explication de l'évolution du prix des actifs en Allemagne est la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE). L'augmentation de la masse monétaire et les baisses de taux constituent un terrain fertile pour l'inflation. L'argent nouvellement créé par l'octroi de crédits ou l'achat d'em-

prunts afflue dans un premier temps vers les marchés immobiliers et obligataires, où il entraîne une hausse des prix. Dans un deuxième temps seulement, la création monétaire se diffuse dans l'ensemble de la société, faisant augmenter les prix à la consommation (c'est l'effet Cantillon). De même, face à l'augmentation de la dette publique, la BCE pourrait se retrouver sous pression et acheter des emprunts souverains afin de faire diminuer à nouveau les taux, si bien que l'effet de la politique monétaire sur les prix des actifs occulte celui des dépenses publiques. Entre juin 2024 et juin 2025, la Banque centrale européenne (BCE) a progressivement abaissé ses taux directeurs en réponse au ralentissement de la hausse de l'indice de prix à la consommation. La baisse des taux a tiré vers le haut les prix des actifs corporels et financiers, surtout sur le marché immobilier.

Une autre question importante est celle de la nature des investissements des Allemands. 76,6 % du patrimoine des ménages allemands est constitué d'actifs corporels. L'immobilier se taille la part du lion (64,4 % du patrimoine total). À l'aune de l'indice des prix de vdpResearch, ce dernier s'était renchéri de 3,6 % sur un an à la fin du quatrième trimestre 2025. La demande de biens immobiliers dépend dans une large mesure du niveau des taux hypothécaires, car la majeure partie des transactions immobilières nécessitent un crédit. Après avoir bondi en 2022, les taux hypothécaires connaissent une évolution globalement latérale depuis 2023. La stabilisation de leur niveau a accru la demande de biens immobiliers.

Sur le marché immobilier, l'offre reste ténue dans les zones métropolitaines allemandes. Par ailleurs, les coûts de construction sont élevés et les nouvelles constructions restent peu nombreuses. Ces conditions cadres se sont traduites par une



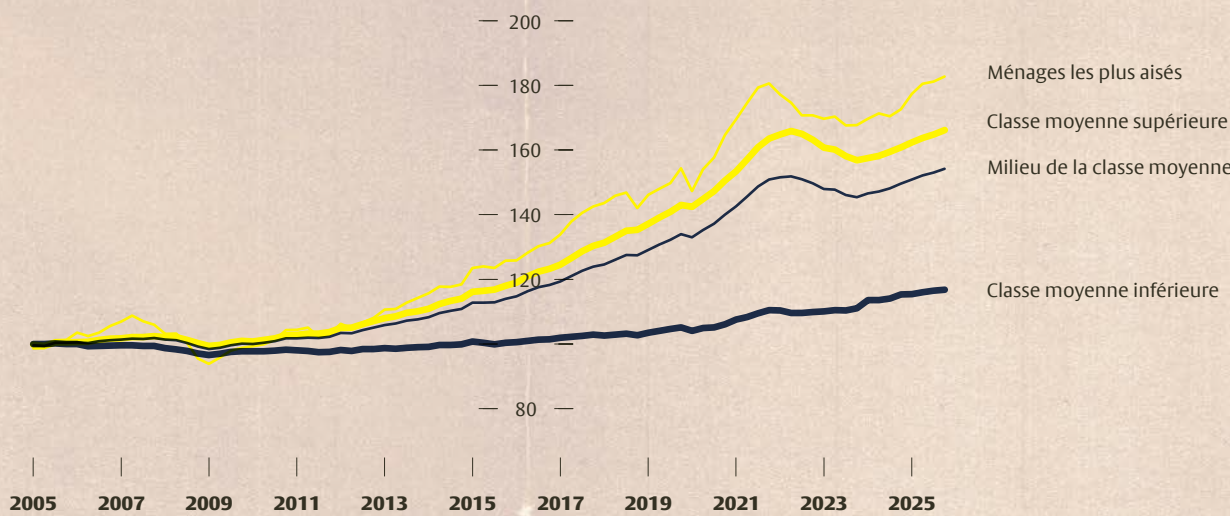
nouvelle hausse des prix de l'immobilier résidentiel en Allemagne. Dans le viseur des investisseurs, les immeubles d'habitation ont vu leur prix augmenter de plus de 5,3 % depuis fin 2024.

LES ACTIONS REMPLISSENT
LEUR OBJECTIF

Le patrimoine financier des Allemands représente en moyenne 23,8 % de leur patrimoine total. Un ménage moyen investit surtout dans des comptes épargne et à vue (10,6 %), des actions (6,4 %) et des titres obligataires (5,8 %). Les comptes épargne et à vue ne sont pas sujets à des baisses de prix. La faible part des actions s'est révélée peu porteuse l'an dernier : alors que les cours des actions des ménages avaient augmenté de 10,6 % sur un an

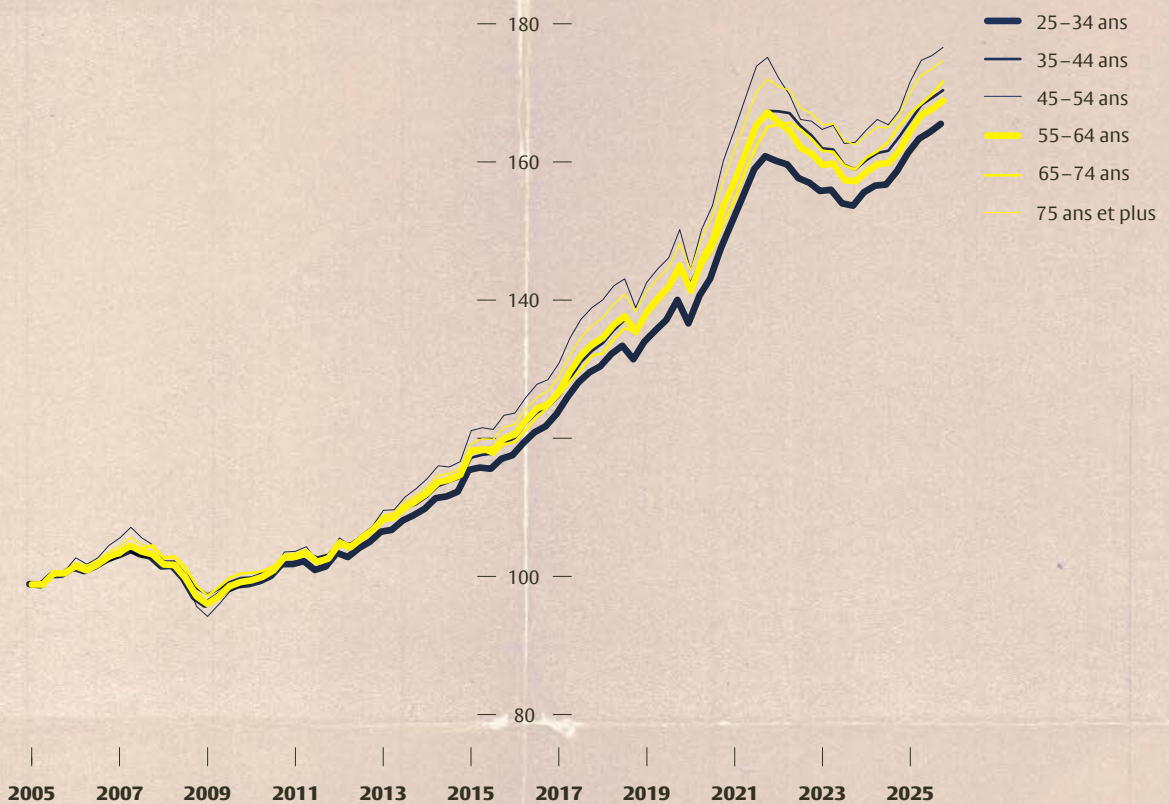
fin 2025, la valeur de leurs placements en épargne (en majorité, des comptes courants) est largement restée neutre, tandis que les actifs obligataires (des titres à revenu fixe) avaient vu leur valeur diminuer de 1,2 % par rapport à fin 2024.

La constitution du patrimoine révèle des disparités sociales. Les ménages de la classe moyenne ont vu la valeur de leur patrimoine augmenter de 1,3 %, car leur fortune est surtout investie dans des comptes épargne et à vue ou des biens de consommation durables. Les ménages aisés ont en revanche tiré profit de leur important patrimoine immobilier et professionnel : les prix de leurs actifs ont augmenté de 5,9 % au cours de la période sous revue. Même les ménages de la classe moyenne et supérieure qui possèdent des biens immobiliers,



Graphique 2
Inflation du prix des actifs selon la structure du patrimoine
Catégories de ménages définies en fonction des quantiles de patrimoine net. Le quantile de patrimoine correspondant aux ménages les moins aisés n'a pas été pris en compte dans l'analyse, car ces ménages ne disposent que d'actifs très limités.

Sources : Calculs Flossbach von Storch sur la base des données Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Deutsche Bundesbank, destatis, GDV, HAGI, FMI, Liv-ex, LSEG et vdpResearch GmbH. Données en : mars 2026



Graphique 3
Inflation des prix des actifs par tranche d'âge
Catégories de ménages en fonction de l'âge du chef de famille

Sources : Calculs Flossbach von Storch sur la base des données Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Deutsche Bundesbank, destatis, GDV, HAGI, FMI, Liv-ex, LSEG et vdpResearch GmbH. Données en : mars 2026

mais une part faible de patrimoine professionnel, n'ont vu les prix de leurs actifs augmenter que de 3,0 ou 3,3 % (voir graphique 2).

Cette évolution montre aussi clairement que les jeunes seront confrontés à plusieurs défis. Sur le long terme, les biens patrimoniaux des 25-34 ans ont connu la plus faible hausse de prix (voir graphique 3). À la différence de leurs parents et grands-parents, les jeunes ont largement manqué le rebond de ces dernières années. Ils doivent payer le prix fort pour pouvoir acheter

un bien immobilier ou composer un portefeuille d'actions. La constitution d'un patrimoine privé devrait donc encore gagner en importance dans le quotidien des jeunes, à l'avenir. Ils n'ont pas d'autre choix – et pas seulement en raison de la crise que connaissent les systèmes de retraite et de santé allemands. ♦

Philipp Immenkötter est analyste de recherche senior chez Flossbach von Storch Research Institute.

Lars Conrad

Le mouvement doit avoir un

OBJECTIF

Le marché obligataire fait aujourd'hui face à de grands défis. Conserver les titres jusqu'à l'échéance et encaisser les coupons ne suffit plus : une stratégie de placement active, globale et flexible s'impose.

→

« Fixed income », ou « revenu fixe » en français : ce qualificatif attribué aux obligations à l'international évoque la stabilité. Un revenu prévisible sans risque : qui ferait la fine bouche ? Les obligations sont souvent louées pour leur prévisibilité et leurs revenus planifiables. Or, une réalité différente s'est imposée ces dernières années : chocs d'inflation, brusques revirements des taux et tensions géopolitiques, auxquels viennent s'ajouter la volatilité des matières premières et la hausse structurelle de l'endettement mondial. Autant de bouleversements qui ont fondamentalement transformé la donne sur le marché obligataire.

Dernièrement, c'est au tour du conflit en Iran d'agiter les marchés. La flambée des cours du pétrole risque d'avoir d'importantes répercussions sur l'économie, en particulier à cause de la montée des prix – et pas uniquement ceux à la cuve ou à la pompe. Toutefois, pour que ces effets se répercutent durablement sur l'inflation et le marché des taux, il faudrait que ce nouveau choc pétrolier se prolonge. Reste donc à savoir si la crise durera, et si oui, combien de temps. Six mois, peut-être plus ? Dans l'état actuel des choses, difficile d'établir des pronostics fiables.

Dans un tel contexte, l'attachement dogmatique aux indices ne permet pas de créer de la valeur ajoutée sur les placements obligataires. La situation exige une stratégie de placement robuste, qui a fait ses preuves au fil du temps, en période d'embellie comme par vents contraires. Une stratégie sous-tendue par une attitude pragmatique et réfléchie, ainsi que par des convictions claires, une indépendance à toute épreuve et une gestion active. Nous ne considérons pas l'investissement obligataire comme un revenu fixe (Fixed Income), mais bien comme un revenu actif (Active Income). Qu'est-ce que cela signifie concrètement ? Explications.

**LA LIBERTÉ FAVORISE
LES OPPORTUNITÉS DE
RENDEMENT**

Les indices de référence habituels du marché obligataire, que reflètent de nombreux ETF, ne sont plus vraiment d'un grand secours. La logique de ces indices est simple : plus l'endettement est fort, plus la pondération l'est aussi. Pour les investisseurs, il en découle implicitement une concen-

tration sur les grands émetteurs, peu importe leur degré d'attractivité.

Nous investissons évidemment de manière avisée. Le prix et la performance ont leur importance. Pour réussir sur le marché obligataire, il convient d'analyser précisément les valorisations relatives des différents segments et d'opérer des arbitrages entre les différents secteurs et titres lorsque cela semble justifié. Cette approche permet d'éviter les obligations et secteurs survalorisés. En outre, afin de maximiser le potentiel de l'investissement, il est important d'ajuster la duration en fonction du rapport risque/rendement à un moment t, au lieu de se fier à des indicateurs imposés.

C'est pourquoi nous gérons nos portefeuilles obligataires en nous affranchissant des indices de référence. Nous évitons ainsi :

- les orientations structurelles liées à ces indices,
- les règles de pondération artificielle,
- les allocations contraintes.

Toute notre stratégie repose sur une analyse pragmatique du risque/rendement. Où les risques sont-ils correctement rémunérés ? Où ne le sont-ils pas ? Où se situent les opportunités ? Cette liberté nous permet de gérer la duration, les segments de notation, les régions et les primes de risque de manière active et indépendante, avec un objectif clair : générer à long terme des rendements attractifs ajustés des risques, en misant sur les avantages qu'offrent les obligations.

**INVESTIR « ACTIVEMENT » :
PRENDRE DES POSITIONS...
ET PARFOIS
LES MODIFIERBIARE**

Le marché obligataire est pétri de revirements d'humeur rapides et de brusques changements de régime. Ce constat ne se limite pas aux crises pétrolières ou à la pandémie. Les modes vont et viennent, parfois plus vite qu'on ne l'aurait pensé, que ce soit sous l'effet des derniers chiffres de l'inflation, de nouveaux signaux de politique monétaire ou encore d'événements géopolitiques.

De ce fait, nous nous considérons explicitement non comme des investisseurs passifs (« buy-and-hold investor »), mais bien comme des gestionnaires obligataires actifs (« bond picker »). Concrètement, qu'est-ce que cela veut dire ? Pour nous, une gestion active se traduit par l'étoffe-ment de positions chaque fois que le rapport risque/rendement nous semble convaincant. En revanche, il s'agit de réduire les risques au plus vite lorsque les valorisations semblent plafonner. La capacité d'action doit demeurer la priorité. C'est pourquoi nous faisons le choix stratégique de conserver des liquidités dans la durée, afin d'être toujours prêts à agir, y compris en période de tensions. Nous y voyons la seule façon de mettre à profit de manière ciblée les inefficacités du marché (lesquelles peuvent toujours aussi présenter des opportunités). Notre objectif : ne pas uniquement réagir aux conditions du marché, mais bien être dans l'action.

**INVESTIR À L'ÉCHELLE MONDIALE :
SE POSITIONNER LÀ OÙ LE
RAPPORT RISQUE/RENDEMENT APPARAÎT
CONVAINCANT**

L'économie n'est pas synchronisée à l'échelle planétaire. Les banques centrales se trouvent à des stades différents de leur cycle de taux, les dynamiques d'inflation divergent et les risques politiques varient fortement d'une région à l'autre. C'est précisément dans cet asynchronisme que résident les opportunités. Nous considérons qu'investir à l'échelle mondiale, c'est pouvoir tirer parti des écarts relatifs de valorisation entre régions, et donc saisir des opportunités qui resteraient (de fait) inexploitées avec des stratégies purement régionales.

Bien sûr, il ne faut pour autant jamais perdre de vue les risques – d'où l'importance d'une gestion active des profils de devise et de duration. Nous ne mettons jamais tous nos œufs dans le même panier : dans un monde de plus en plus endetté, seule une diversification large, soit une répartition judicieuse des placements selon les risques possibles, est gage de réelle protection. La création de rendement n'est donc pas le seul avantage de cette approche consistant à diversifier sciemment les risques : il s'agit aussi d'un facteur de stabilité.



C'est la raison pour laquelle nous nous abstenons depuis toujours d'émettre des prévisions à court terme ou pour l'année en cours. Nous sommes convaincus que ces dernières deviennent vite obsolètes et peuvent même compromettre la réussite des placements à long terme.

LA FLEXIBILITÉ, CLÉ DE LA ROBUSTESSE

En définitive, gestion active et flexibilité sont les deux faces d’une même médaille. La flexibilité ne concerne pas uniquement l’allocation, mais également le choix des instruments d’investissement. Selon le contexte de marché, différents instruments peuvent apporter une valeur ajoutée décisive. Nous l’avons récemment observé sur le marché obligataire, par exemple avec :

- ... les obligations indexées sur l’inflation, qui combinent couverture et opportunité ;
- ... les futures, les options et les swaps de taux – des produits dérivés, soit des instruments financiers dont la valeur dépend d’un produit sous-jacent – qui permettent une gestion précise de la duration et de l’exposition aux courbes de taux ;
- ... un positionnement ciblé sur les différentes échéances de la courbe des taux, laquelle a beaucoup évolué ;
- ... l’exploitation ciblée de primes de risque attractives dans les segments investment grade, hybrides ou à haut rendement (qui ont temporairement atteint des planchers historiques).

L’important est de ne jamais oublier le cadre que nous nous sommes fixé. Nous nous considérons comme des investisseurs à long terme, et non comme des spéculateurs intéressés uniquement par le court terme. C’est pourquoi nous ne mettons jamais en œuvre les instruments précités de manière dogmatique. Nous agissons en fonction des opportunités, tout en veillant à garder un œil sur la robustesse du portefeuille dans son ensemble.

À CONTRE-COURANT

Une stratégie de placement active sur le marché obligataire passe par une approche volontairement contracyclique, afin d’équilibrer risques et opportunités. C’est généralement lorsque les primes de risque d’un segment de marché donné explosent et que l’incertitude pèse soudain lourd dans les décisions d’achat de nombreux opérateurs que les fenêtres d’entrée sont les plus attractives. À l’inverse, nous réduisons notre engagement lorsque les valorisations paraissent trop ambitieuses ou surestimées.

Mais à quoi ressemble cette stratégie, concrètement ? Prenons deux exemples récents.

En avril 2025, les États-Unis ont décrété qu’était arrivé le « jour de la Libération ». Donald Trump est monté sur l’es-trade et a brandi devant les caméras des pancartes annonçant de nouveaux droits de douane. S’est ensuivie une période de profonde incertitude sur les marchés. Face à l’escalade du conflit commercial autour de ces droits de douane, nous avons volontairement misé sur la liquidité du portefeuille obligataire, en nous concentrant sur les titres présentant une bonne solvabilité. Nous avons profité de la hausse sensible des primes de risque à court terme pour faire le plein d’obligations d’entreprises dans le segment investment grade inférieur et, avec discernement, dans les segments hybrides et à haut rendement. Cette tactique nous a permis de générer des bénéfices lorsque le calme est revenu sur les marchés et que les écarts de rendement avec les titres les moins solvables se sont normalisés.

Avant cet épisode, une autre évolution marquante avait déjà eu lieu, avec l’envol de l’inflation suivi de la remontée des taux directeurs des banques centrales, dans la foulée de la crise du Covid-19 et de la crise en Ukraine. Les États-Unis ont connu au quatrième trimestre 2023 un changement de politique monétaire : la Réserve fédérale américaine (Fed) a opéré son fameux « pivot », un revirement des taux qui a provoqué un effondrement des rendements sur les marchés. Mais nous avions déjà accru la duration de notre portefeuille avant cette volte-face de Jerome Powell. Dès que le président de la Fed a annoncé cette bascule lors de sa conférence de presse en fin d’année, le cours des obligations a connu un mouvement haussier dont nous avons pu profiter à plein.

Ces deux exemples démontrent l’approche réfléchie qui sous-tend toutes nos décisions de placement. Nous faisons en sorte d’être prêts en cas d’évolution du marché, d’agir de manière flexible et d’appliquer nos décisions avec rigueur.

LE RENDEMENT N’EST PAS LE FRUIT DU HASARD, MAIS BIEN LE RÉSULTAT D’UNE GESTION ACTIVE

Le marché des taux offre toute une palette de sources de rendement qui ne se limitent pas au coupon, ce taux annuel

garanti par l’émetteur sur la valeur nominale d’une obligation. Les titres obligataires peuvent être négociés sur un marché mondial, et ce, quotidiennement. La demande se reflète dans le cours de l’obligation. En définitive, la question reste toujours la même : combien un acheteur est-il prêt à payer pour posséder un titre ?

Les rendements sur le marché obligataire ont des origines aussi diverses que :

- le niveau de taux et la duration,
- les primes de risque de crédit,
- l’évolution des devises,
- le positionnement sur la courbe des taux, qui représente les différentes échéances,
- les primes de liquidité,
- les opportunités découlant de la valorisation relative, qui émergent lorsque des emprunts similaires présentent de grosses différences de prix.

Gérer activement son portefeuille, c’est savoir orchestrer ces sources de rendement, plutôt que de les accepter passivement, de même que, dans un bon concert, tous les instruments jouent ensemble pour que la musique produite soit harmonieuse et que l’œuvre se déploie dans toute sa splendeur.

C’est pourquoi, dans chacune de nos décisions de placement, nous décidons de manière très ciblée dans quelle zone monétaire accroître la duration et à quelle échéance investir. Nous décidons aussi dans quels segments de solvabilité nous voulons percevoir les primes de risque et quand nous souhaitons réduire le risque et garantir notre capital. Ce n’est qu’à cette condition que les titres à revenu fixe peuvent constituer un portefeuille de rendement géré de manière active.

UN MONDE EN MUTATION

Une stratégie de placement doit faire ses preuves dans différents environnements de marché. De notre point de vue, l’observation des rendements sur quelques mois ne revêt donc pas une grande utilité. C’est la raison pour laquelle nous nous abstenons depuis toujours d’émettre des prévisions à court terme ou pour l’année en cours. Nous

sommes convaincus que ces dernières deviennent vite obsolètes et peuvent même compromettre la réussite des placements à long terme.

Rien n’est immuable. Les phénomènes que la classe politique désigne volontiers sous le terme de « tournant », de « changement d’ère » ou de « crise séculaire » se répètent. Des épisodes inflationnistes éclatent périodiquement, les phases de taux élevés et de taux bas s’enchaînent sur de longues périodes. Cela dit, nous avons constaté ces derniers temps quelques changements fondamentaux.

Les marchés obligataires sont aujourd’hui nettement plus complexes et volatils qu’il y a encore dix ans. L’inflation n’est plus un risque théorique, les dynamiques d’endettement des pays industrialisés sont structurelles et les risques géopolitiques ne sont pas près de disparaître.

Dans un contexte aussi mouvementé, la passivité elle-même devient risquée. Pour nous, l’« Active Income » signifie en substance :

- l’indépendance vis-à-vis des contraintes imposées par les indices de référence ;
- une recherche d’opportunités à l’échelle planétaire ;
- une approche contracyclique ;
- une gestion cohérente du rapport risque/rendement.

Nous considérons que cette approche active, mondiale et flexible constitue le socle de notre robuste portefeuille et de plus-values durables. Aujourd’hui, le rendement sur le marché obligataire n’a plus rien de « fixe ». Il est le fruit de convictions claires et de décisions actives.

Enfin, il s’agit avant tout de générer une performance intéressante sur la durée, quel que soit le contexte, et non de correspondre à tout moment au scénario qui se présente. Vouloir générer en permanence un résultat positif constitue souvent le plus grand obstacle à la réalisation de l’objectif suprême : offrir une excellente performance sur le long terme. ♦

Lars Conrad est Portfolio Director Fixed Income chez Flossbach von Storch.

Glossaire

Brève explication des termes techniques

Action – Une action est un titre de propriété. Son détenteur est copropriétaire d’une société par actions. En achetant une action, l’actionnaire acquiert une part du capital social de l’entreprise.

Catégorie d’actifs – Les produits financiers peuvent être classés en différents groupes en fonction de leurs caractéristiques. Les catégories d’actifs (ou de placement) traditionnelles sont les actions, les obligations, l’immobilier ou encore les métaux précieux.

Indice d’actions – Un indice d’actions (ou indice boursier) est un indicateur qui reflète l’évolution moyenne des cours d’un panier d’actions d’un pays, d’une région ou d’un secteur déterminés.

Produit Intérieur Brut (PIB) – Valeur de tous les biens et services produits dans un pays au cours d’une année

Diversification – Répartition du patrimoine sur différentes catégories d’actifs, titres, régions, secteurs et devises, dans l’objectif de réduire les risques inhérents à chaque placement financier, en optant pour une large assiette de supports.

Inflation – Hausse globale des prix des biens qui s’accompagne d’une perte du pouvoir d’achat conféré par l’argent.

Liquidité – La liquidité reflète la « disponibilité monétaire » d’un actif, soit son potentiel à générer des flux de trésorerie immédiate ou à court terme. La liquidité d’un actif ne doit pas être confondue avec celle d’un marché. Cette dernière est assurée lorsque la différence entre les cours acheteur et vendeur est faible et lorsque des volumes importants peuvent être négociés sans influencer fortement les cours.

Indice MSCI World – Cet indice d’actions reflète l’évolution des Bourses des pays industrialisés. Il inclut plus de 1600 actions de 23 pays.

Indice Nikkei 225 – Le Nikkei 225 est l’indice phare du marché boursier japonais. Il reflète la performance de 225 des plus importantes entreprises cotées japonaises. Le Nikkei 225 est un indice d’actions pondéré par les cours.

Obligation – Un titre en échange duquel l’émetteur obtient un crédit sur le marché des capitaux. Les obligations peuvent être émises dans différentes devises et avec différentes échéances.

Portefeuille – Un ensemble de valeurs mobilières en dépôt.

Indice S&P 500 – Le S&P 500 est l’indice de référence pour l’évolution des places boursières américaines. Il reflète la performance de 500 grandes capitalisations ayant leur siège aux États-Unis. Les titres qu’il englobe représentent environ 80% de la capitalisation boursière du marché boursier américain.

INFORMATIONS JURIDIQUES

Le présent document est destiné entre autres à des fins publicitaires.

Les informations et évaluations contenues ne représentent en aucun cas des conseils de placement. Les informations contenues et les avis, exprimés dans le présent document, sont des évaluations de Flossbach von Storch Invest S.A. au moment de la publication. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Les informations relatives à l’évolution des marchés reflètent l’avis et les futures attentes de Flossbach von Storch Invest S.A. Mais les évolutions effectives et les résultats peuvent fortement diverger des attentes. Toutes les informations ont été regroupées avec grand soin. La valeur de tout placement peut augmenter ou baisser et vous percevrez éventuellement moins d’argent que le montant investi.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

© 2026 Flossbach von Storch. Tous droits réservés.

IMPRESSUM

Éditeur :
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
Téléphone +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Conseil d’administration : Christoph Adamy,
Markus Breidbach, Markus Müller

Btw-nr. : LU 25691460
Registre de Commerce: Luxembourg No B 171513
Autorité de surveillance compétente : Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF),
283, route d’Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

Date limite de rédaction : 6 mai 2026

BE 112 0526 XXXX FR

La réimpression ou la divulgation du contenu du document, en particulier par l’inclusion sur des sites Web de tiers et la reproduction sur des supports de données de toute nature nécessitent l’accord écrit préalable de Flossbach von Storch.

Rédaction :
Lars Conrad, Sven Ebert, Jens Hagen, Philipp Immenkötter,
Dörte Jochims, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster,
Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Conception : Carolin Euskirchen et Heller & C
Impression : TheissenKopp GmbH

CRÉDIT PHOTO

Droits d’images : © Carolin Euskirchen, Collage (P. 5 en haut); © Sergieiev, Iurii Kuzo, Getty Images (P. 5 central); © franckreporter, Getty Images (P. 5 en bas);
© Carolin Euskirchen, Collage (P. 6 – 17); © Sergieiev, Getty Images (P. 18) © Jinhe Li (P. 22); © Simon Herrmann, Getty Images (P. 24 – 43);
© franckreporter, Getty Images (P. 44 – 47); © Marc Comes, CHB-P (verso)

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
www.flossbachvonstorch.lu



Flossbach von Storch