

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
09 Points macro et marchés
10 Vues des actifs

13 Nos vues tactiques et stratégiques
14 Pour aller plus loin

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Octobre 2019



Les nouvelles frontières monétaires et budgétaires

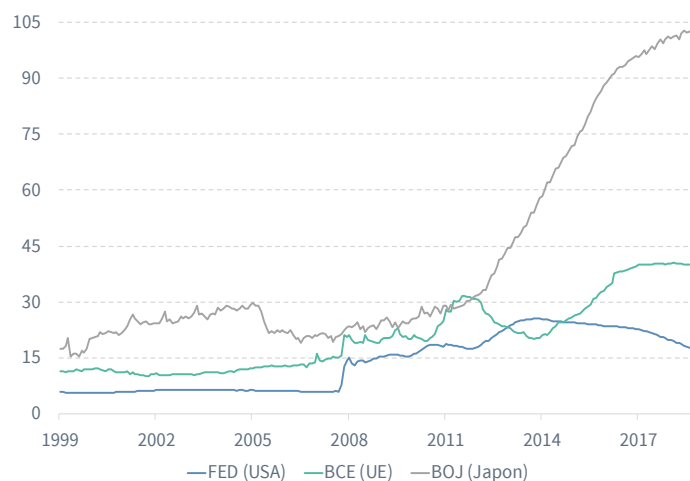
Depuis dix ans déjà, les États et les banques centrales s'évertuent à contrecarrer les effets de la crise des subprimes et cherchent à restaurer une dynamique robuste. Si beaucoup de pays sont parvenus à rétablir un niveau d'emploi satisfaisant, la croissance économique reste en revanche bien en-deçà des standards précédents et elle décélère à nouveau, l'inflation se dérobe, l'investissement patine, et certains pans de la consommation des ménages (l'automobile notamment !) inquiètent les autorités. Ce constat morose encourage l'hypothèse d'adoption de nouvelles mesures interventionnistes, dont l'éventuelle mise en œuvre aurait bien entendu d'importantes incidences sur les allocations d'actifs à privilégier pour les épargnants.

■ « Toute frontière, comme le médicament, est remède et poison ... et donc affaire de dosage. » (Régis Debray)

La crise des subprimes a radicalement transformé l'influence des banques centrales sur nos économies, comme l'atteste la taille de leurs Bilans au regard du

PIB. Désormais, nombreux sont les investisseurs se figurant qu'elles peuvent contenir, par leurs seules interventions, tout potentiel choc économique ou financier significatif qui menacerait. Mais, en réalité, leur « magnétisme » s'estompe ! Lorsque les banques centrales ont mis en œuvre leurs programmes d'achats d'actifs obligataires, les fameux « quantitative easings », elles bénéficiaient alors de l'effet de surprise. L'impact « psychologique » de ces annonces était presque aussi déterminant que les capitaux réellement engagés pour faire baisser le coût de l'emprunt.

Bilan des banques centrales
en % du PIB



Sources : Bloomberg, WeSave



Pour obtenir aujourd'hui un impact significatif sur la croissance économique ou sur l'inflation, les montants qu'il conviendrait d'y consacrer seraient bien supérieurs à ceux dépensés jusqu'à présent. En effet, le constat d'échec partiel de ces stratégies conduit à trois conclusions possibles : cette panoplie d'instruments monétaires hétérodoxes est soit inadaptée, soit épuisée (cf. taux d'intérêts désormais négatifs !), soit son dosage est insuffisant. À l'évidence, les banquiers centraux sont convaincus qu'il convient encore de tester de nouvelles posologies, chaque banque adaptant ses décisions en fonction de son contexte domestique spécifique et, plus encore, selon les instruments restant à disposition. Si les orientations monétaires suivies actuellement sont convergentes (i.e. accommodantes), il n'y a en revanche plus de réelle coordination entre les banques centrales, voire même il règne probablement une forme de concurrence entre elles (cf. impacts de leurs mesures sur les devises, et la compétitivité en découlant).

À l'évidence, les banquiers centraux sont convaincus qu'il convient encore de tester de nouvelles posologies, chaque banque adaptant ses décisions en fonction de son contexte domestique spécifique et, plus encore, selon les instruments restant à disposition.

La BCE disposant aujourd'hui d'une marge de manœuvre résiduelle très limitée sur ses taux d'intérêts (son taux de dépôt étant désormais fixé à -0,50% !), elle n'a d'autre choix que de faire reposer l'essentiel de sa stratégie sur les achats d'actifs obligataires. Toutefois, la quote-part d'obligations allemandes disponible chaque mois s'épuisant du fait de l'orthodoxie budgétaire menée par le pays, la BCE a dû contourner cette contrainte opérationnelle en contingentant la taille de ses achats mensuels (20Mds € « seulement » à partir du 1er novembre), mais

en ne fixant en revanche aucun calendrier d'expiration à ce nouveau « quantitative easing ». Comme cet exemple l'atteste, les banques centrales ont parfois asséché le potentiel de certains instruments de politique monétaire à leur disposition.

Il conviendrait de ce fait désormais de redéfinir leurs missions et le cadre réglementaire dans lequel elles peuvent évoluer, afin d'aménager des leviers d'intervention plus adaptés à l'actuel contexte économique et financier. Une telle démarche permettrait, de plus, de préserver le restant de crédibilité que les investisseurs leur accordent encore. Faut-il par exemple rester ancré sur des objectifs d'inflation trop ambitieux et certainement « périmés », car ne tenant pas suffisamment compte des transformations digitales de nos économies ? La BCE ne pourrait-elle aller au-delà du $\frac{1}{3}$ d'émission obligatoire de chaque État, en renonçant par exemple aux droits de votes associés à la détention de ces obligations, de façon à contourner la problématique d'aléa moral en cas de défaut de paiement d'un pays ? L'achat d'obligations d'entreprises doit-il être intensifié ? Faut-il envisager de généraliser la pratique de la Banque du Japon consistant à financer plus directement l'économie en s'autorisant des achats de paniers indiciaires d'actions en bourse ?

Inflation annualisée en % (hors énergie, aliments, alcools et tabac)



Sources : Bloomberg, WeSave



Mais l'une des importantes limites à la bonne transmission des actions des banques centrales à l'économie réelle tient au fait qu'elles recourent à deux intermédiaires que sont les banques et les marchés financiers. Ces derniers ne sont toutefois incités à prêter que si la probabilité de défaut du débiteur reste modérée, ou bien encore si le risque pris est compensé par le niveau élevé du taux d'intérêt. Mais, aujourd'hui, l'extrême faiblesse des taux d'intérêts et les nombreuses craintes de ralentissement économique sont autant de freins à la bonne diffusion des politiques monétaires.

Mais l'une des importantes limites à la bonne transmission des actions des banques centrales à l'économie réelle tient au fait qu'elles recourent à deux intermédiaires que sont les banques et les marchés financiers.

C'est pourquoi de plus en plus d'économistes réputés prônent le recours à une action choc : « l'hélicoptère monétaire » ! Il s'agirait alors pour les banques centrales de déverser directement sur le compte des ménages une certaine somme d'argent de façon à stimuler la consommation et raviver l'inflation. Plusieurs arguments sont toutefois avancés pour s'opposer à une telle initiative :

- > Quelle légitimité juridique les banques centrales auraient-elles à effectuer des versements sans contreparties réelles inscrites à leurs Bilans ?
- > Le message envoyé ne serait-t-il pas paradoxalement anxiogène pour les ménages, et les capitaux n'iraient-ils pas plutôt à l'épargne qu'à la consommation, sauf à éventuellement imposer des « bons d'achats périssables » ?
- > Quelle confiance pourrait-on encore accorder à la monnaie nationale si une « planche à billets » pouvait être actionnée librement, et ne serait-ce pas une brèche additionnelle offerte

au développement des crypto-devises ?

- > Plutôt que de privilégier un soutien à la demande via la consommation des ménages, ne vaudrait-il pas mieux plutôt favoriser l'offre au travers d'aides aux entreprises ?

Toutefois, en dépit des réserves exprimées par certains, les banquiers centraux ont démontré qu'ils savent être réactifs lorsque les circonstances l'imposent, mais ceci nécessite de disposer d'une large panoplie d'instruments pour agir.

Sans porter de jugement quant au bien-fondé d'une éventuelle expérience d' « hélicoptère monétaire », le simple fait qu'une telle thèse émerge démontre que les banques centrales épuisent leur réserves d'instruments et, peut-être plus inquiétant encore, leur crédibilité ! Toutefois, en dépit des réserves exprimées par certains, les banquiers centraux ont démontré qu'ils savent être réactifs lorsque les circonstances l'imposent, mais ceci nécessite de disposer d'une large panoplie d'instruments pour agir. C'est pourquoi, nombreux sont ceux militant pour qu'une mission élargie de « régulation de la conjoncture économique et financière » soit attribuée aux banques centrales. Mais si un tel chambardement devait intervenir, de quel degré d'indépendance disposeraient-elles vis-à-vis des autorités politiques, auprès de qui devraient-elles faire rapport de leur activité, quels critères objectifs permettraient-ils de mesurer leurs succès ou leurs échecs... ? Ces diverses questions se posent avec d'autant plus d'acuité que D.Trump ne cesse de pousser aujourd'hui les dirigeants de la FED dans leurs retranchements, cherchant à imposer des baisses de taux que seuls son calendrier électoral et le désordre commercial international que lui-même provoque justifieraient !

Le fait que J.Powell (FED) et que C.Lagarde (BCE) aient



tous deux des profils de « juristes » plutôt que de « techniciens » démontre que la « communication » (« forward guidance ») est aujourd'hui en soi un important instrument de politique monétaire, se substituant partiellement à des outils financiers perdant en efficacité. Mais, plus encore, cela pourrait aussi laisser présager qu'un important travail réglementaire se profile visant à remettre à plat les attributions des banques centrales ! L'actuel contexte économique et financier étant complexe, voire inquiétant par bien des aspects, il serait préférable que ces changements interviennent vite afin que ces banques centrales de « nouvelle génération » soient opérationnelles rapidement. Il conviendra par ailleurs d'être vigilant quant à d'éventuels écarts significatifs de marges de manœuvres accordées à chaque banque centrale car, à l'évidence, le monde est de moins en moins coopératif (cf. débats autour des effets sur les devises) ! Il sera ainsi probablement difficile pour la zone Euro de faire converger les intérêts très divergents des États qui la composent, au risque d'affecter la future réactivité et crédibilité de la BCE. L'expérience politique, juridique et financière de C.Lagarde sera très précieuse au vu des enjeux à venir !

■ « Une fois qu'on a passé les bornes, il n'y a plus de limites. » (Alphonse Allais)

Les banquiers centraux ne cessent de répéter depuis des années que, pour être réellement efficaces, leurs actions doivent être impérativement appuyées par des politiques budgétaires volontaires. Il semble en effet bien paradoxal de constater qu'aujourd'hui la plupart des États sont PAYÉS pour emprunter (cf. taux d'emprunts négatifs), que le cycle économique ralentit, et que, pour autant, leurs initiatives budgétaires sont généralement modestes. De ce point de vue, l'Union Européenne est tout particulièrement déconcertante : ceux de ses membres pouvant faire de la relance ne le veulent pas, alors que ceux qui

voudraient en faire ne le peuvent pas ! Les règles budgétaires du Pacte de Stabilité, que la zone s'est imposées par « discipline » ou par « orthodoxie », doivent-elles encore avoir cours alors même que le contexte politique (montée des populismes, Brexit), économique (tensions commerciales internationales), financier (taux négatifs), sociétal (immigration) a radicalement changé ? De même, n'est-il pas sidérant que, tous les ans, les administrations américaines risquent d'être soumises au « shut-down » budgétaire si le bras de fer entre Démocrates et Républicains venait à dégénérer ?

	Dettes / PIB (%)	Dettes (Mds \$)	Dettes dues à 12M (%)	Maturité moy. Année	Taux moy. (%)
Afrique du Sud	52,7	192,6	16,4	12,8	7,1
Allemagne	64,1	1 827,8	17,7	5,9	1,5
Argentine	52,6	234,8	16,4	10,5	7,4
Australie	41,6	379,6	8,4	7,5	3,4
Belgique	103,2	419,7	9,5	9,9	2,7
Brésil	84,0	1 060,3	16,3	6,3	7,3
Canada	89,7	769,9	28,3	5,4	2,2
Chine	47,8	4 003,1	15,0	6,4	3,5
Corée du Sud	39,8	745,3	19,7	7,7	2,6
Espagne	98,4	1 112,6	16,2	7,5	2,8
Etats-Unis	82,3	16 408,4	28,0	5,8	1,9
France	97,0	2 258,0	13,9	7,6	2,1
Grande-Bretagne	87,0	1 978,7	13,2	14,9	2,6
Grèce	181,9	77,7	29,4	7,6	3,9
Inde	70,2	990,9	13,2	9,6	7,8
Indonésie	28,9	275,9	11,0	8,5	6,9
Irlande	68,5	154,2	15,1	10,6	2,7
Italie	131,5	2 211,7	15,7	6,8	3,0
Japon	236,4	9 881,3	19,5	8,1	0,9
Mexique	54,2	528,5	20,5	8,1	5,8
Pays-bas	56,7	338,2	16,0	7,6	2,1
Portugal	125,6	173,4	12,7	6,5	3,6
Russie	17,4	210,4	14,0	7,2	6,6
Suisse	48,2	76,3	15,0	11,2	2,1
Turquie	28,5	196,9	17,1	5,5	7,4

Sources: FMI, OCDE, Eurostat, WeSave

C'est pourquoi, dans bien des pays ou zones, une remise à plat des objectifs et fonctionnements budgétaires des États semble requise. Il serait logique de coupler alors la redéfinition des mandats



des banques centrales avec celle des missions des gouvernements, afin d'éviter d'éventuels conflits ultérieurs. En première approche, le conjoncturel devrait plutôt relever de l'intervention des banques centrales, alors que le stratégique serait la prérogative des États. Les responsables politiques étant élus, les choix de sociétés adoptés et les budgets associés devraient ainsi principalement refléter la volonté explicite ou implicite du peuple sur le long terme. Les banques centrales, dont les dirigeants sont en revanche nommés, auraient pour mission d'assurer les « ajustements techniques » de plus court terme, de préférence de façon préventive plutôt que subie !

Il serait logique de coupler alors la redéfinition des mandats des banques centrales avec celle des missions des gouvernements, afin d'éviter d'éventuels conflits ultérieurs.

Bien entendu, le travail juridique de répartition des responsabilités respectives entre États et banques centrales serait long et laborieux à finaliser, mais faisons toutefois ici le postulat qu'ils aboutissent. Puisque les États bénéficient de taux d'intérêts négatifs, et qu'emprunter leur rapporte de l'argent, pourquoi alors ne pas intensifier les levées de capitaux pour financer des projets structurels de long terme ? Dans notre hypothèse, les gouvernements cesseraient d'emprunter pour financer des dépenses courantes ou répondre aux pressions de certains lobbies, mais investiraient par exemple dans d'importants projets d'infrastructures. La santé, la transition énergétique, les interconnexions aériennes, autoroutières ou électriques, la téléphonie 5G... autant de défis majeurs ou investissements de très long terme qu'il serait opportun de soutenir ! Quand bien même quelques projets seraient trop importants pour certains pays, pourquoi ne pas solliciter alors éventuellement des instances supranationales ?

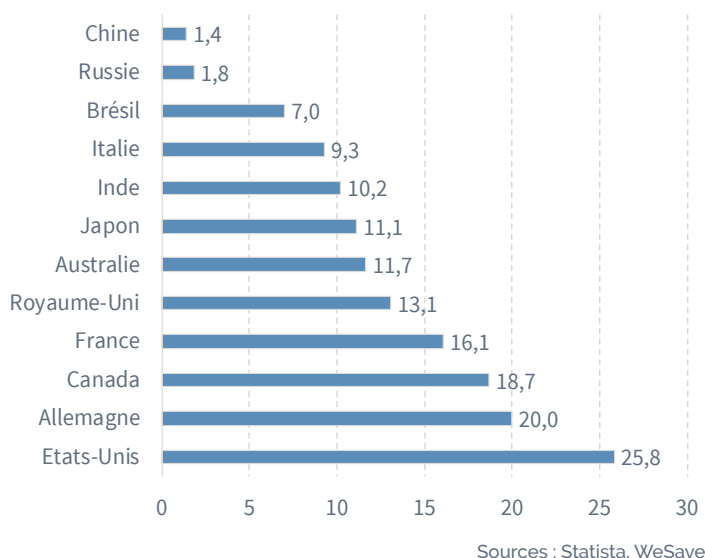
Dans de très nombreux cas, le financement est en réalité souvent une problématique secondaire car, même lorsqu'un projet prometteur est identifié, sa faisabilité peut être contrainte par un facteur incontournable : la pénurie de travailleurs qualifiés !

Mais la réalité du terrain est bien plus contraignante que certains discours théoriques peuvent le laisser imaginer ! Les difficultés rencontrées par exemple dans l'exécution du plan européen d'investissement (500Mds € étalés entre 2015 et 2020), aussi appelé plan Juncker, sont très instructives à cet égard : identifier puis investir dans de véritables projets transnationaux et structurants sur le long terme se révèle bien plus difficile qu'attendu ! Dans de très nombreux cas, le financement est en réalité souvent une problématique secondaire car, même lorsqu'un projet prometteur est identifié, sa faisabilité peut être contrainte par un facteur incontournable : la pénurie de travailleurs qualifiés ! Le secteur de la construction rencontre par exemple déjà de très importantes carences en main d'œuvre, ce qui signifie qu'il n'y aurait pas de surcroît d'activité à vouloir lancer de nouvelles infrastructures qui feraient en réalité concurrence à d'autres projets déjà existants, sachant qu'en revanche ce serait susceptible de provoquer des tensions salariales additionnelles. De même, la pénurie d'ingénieurs en électronique et en informatique, entre autres domaines, limite déjà aujourd'hui les capacités de développement de très nombreuses entreprises du secteur privé dans l'aéronautique, le transport, l'énergie, la finance, l'intelligence artificielle... Avant même d'envisager de financer des investissements industriels de long terme, les gouvernements doivent absolument s'atteler à mettre en adéquation la formation de la population avec les besoins présents et futurs, ce qui est d'autant plus complexe à apprécier



que la vitesse des évolutions technologiques complique énormément la donne !

% d'emplois non pourvus 60 jours après parution de l'offre en 2018



Reprocher aujourd'hui à l'Allemagne de ne pas faire de relance par excès d'orthodoxie budgétaire signifie en réalité méconnaître certaines contraintes politiques et économiques auxquelles le pays est confronté. Le taux de chômage en Allemagne est de 5%, et le pays manque de main d'œuvre qualifiée dans bien des secteurs d'activité. Les projets ne manquent pas, le financement est facile (surtout pour l'État qui emprunte à taux négatif quelle que soit l'échéance !), mais le personnel qualifié manque, et l'immigration est devenue un sujet clivant (cf. montée de l'électorat en faveur de l'AFD). De même, si l'effet d'annonce d'un « Green Deal » européen par Ursula von der Leyen (budget potentiel de 1000Mds € consacrés à l'écologie sur les 10 prochaines années) est séduisant de prime abord pour les investisseurs et les marchés financiers, les difficultés d'exécution devraient être les mêmes que celles du plan Juncker. La priorité absolue devrait être aujourd'hui de se focaliser sur l'éducation et la formation de la population mais, bien entendu, les retombées favorables de tels investissements humains seraient différées et ne répondraient donc pas aux exigences invoquées de croissance de court terme. De même, il est essentiel de savoir attirer, puis

de fidéliser les employés qualifiés par des conditions de vie, de travail et des rémunération attrayantes, de façon à éviter le « pillage de cerveaux » que l'on peut observer à travers le monde entier.

« Le monde de la réalité a ses limites ; le monde de l'imagination est sans frontières. » (Jean-Jacques Rousseau)

L'actuel cycle économique est très atypique : il est particulièrement long (10 ans déjà !), mais le rythme de cette croissance est en revanche très modeste, et l'inflation est devenue étonnamment atone. Toutefois, à l'évidence, en dépit des importants soutiens financiers des banques centrales, ce cycle s'essouffle désormais. Sauf à leur accorder très vite de nouveaux pouvoirs et instruments d'intervention, le relais des politiques budgétaires et fiscales des États semble inéluctable en cas de tassement prononcé de la croissance : nous sommes alors dans une phase de transition importante. Au-delà des problématiques réglementaires et de la répartition des tâches respectives, afin d'améliorer l'efficacité d'une éventuelle relance budgétaire d'ampleur appuyée par les banques centrales, une coordination entre les États serait préférable, mais cela ne semble, hélas, plus être le sens de l'histoire !

La priorité absolue devrait être aujourd'hui de se focaliser sur l'éducation et la formation de la population mais, bien entendu, les retombées favorables de tels investissements humains seraient différées et ne répondraient donc pas aux exigences invoquées de croissance de court terme.

Tant que les taux d'intérêts réels resteront négatifs et inférieurs à la croissance, le niveau d'endettement importe finalement peu ... voilà en synthèse le message



actuellement envoyé par les marchés financiers aux autorités. Cette stratégie de relance budgétaire ne se justifie alors que si, à terme, inflation et croissance compensent le surcroît d'endettement. Dès lors, la collaboration entre les banques centrales et les États doit être plus étroite qu'aujourd'hui, sans pour autant que les banques centrales soient inféodées aux gouvernements ! Mais, comme nous l'avons vu, les investisseurs sont probablement trop optimistes et ambitieux quant au calendrier et à l'ampleur de ces avancées. Paradoxalement, tant que les marchés financiers resteront sur des sommets historiques, les autorités ressentiront peu l'urgence de réaménager leurs rapports, alors que les crises financières sont toujours d'efficaces électrochocs réglementaires (cf. régulation bancaire à la suite de la crise des « subprimes », avec ses avantages, mais aussi ses nombreux effets pervers !).

Performances comparées des actions et des obligations Monde sur 20 ans (Base 100 = 30/09/99)



Sources : Bloomberg, WeSave

Des relances budgétaires d'ampleur auraient pour effet de contraindre les États à émettre beaucoup plus d'obligations pour financer ces soutiens, ce qui pèserait sur les marchés obligataires, à moins que les banques centrales n'achètent systématiquement ce surcroît de dettes. L'appétit des investisseurs pour les actifs réputés « risqués » (i.e. actions, émergents,

matières premières...) serait en revanche stimulé par de telles annonces puisque le cycle économique serait prolongé, voire temporairement dopé. Dans une telle hypothèse, il faudrait s'attendre à de très importantes réallocations financières. Ceci explique l'actuel dilemme des investisseurs qui, alors même que le cycle s'essouffle, n'osent pas sortir des marchés.

À ce stade, il nous semble toutefois plus raisonnable de se concentrer sur les fondamentaux et sur les données quantifiables plutôt que de « spéculer » sur d'éventuels soutiens budgétaires futurs à l'efficacité incertaine. Le Brexit est de plus en plus probable, et ce sera un choc négatif de croissance et de confiance, quand bien même une convergence de vues permettrait d'atténuer la question de la frontière non matérialisée entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne (« backstop »). De même, un éventuel accord commercial de façade entre la Chine et les États-Unis n'enlèverait rien à la lutte pour le leadership mondial entre ces deux pays, et à la réorganisation des productions que cela induit pour les entreprises. Enfin, les comportements de beaucoup d'actifs financiers relèvent aujourd'hui d'une fuite en avant afin de capter du rendement, beaucoup d'investissements se faisant par défaut et non par conviction. Nous persistons de ce fait dans une sous-pondération des actions, accordant notre préférence aux zones offrant à ce stade le plus de visibilité (États-Unis) et aux sociétés à forte croissance alors que la croissance mondiale ralentit. Le soutien des banques centrales étant officiellement confirmé et acté, ceci nous conforte dans notre surexposition aux obligations. Les matières premières nous semblent toujours justifier d'une neutralité à ce stade, sauf pour l'or en tant qu'actif refuge et de diversification.

Macro-économie

- Le taux d'utilisation des capacités, mesuré en pourcentage, reflète l'intensité avec laquelle les capacités de production sont mobilisées afin de créer des biens ou des services.
- L'Allemagne voit actuellement son taux d'utilisation

Conséquence pour les portefeuilles

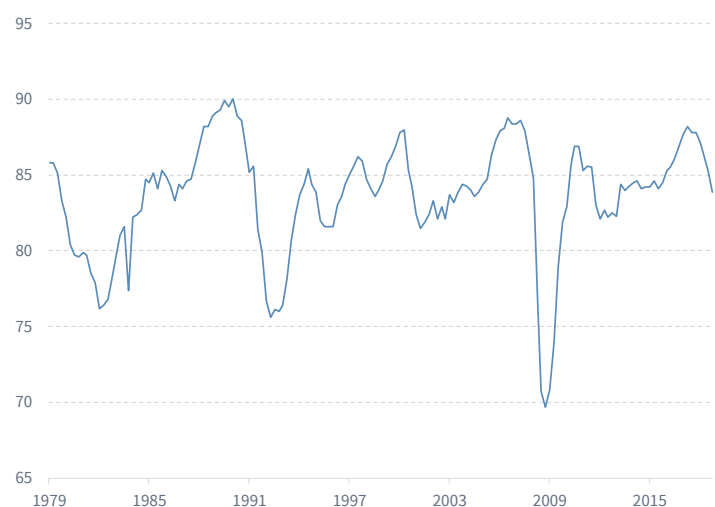
L'Allemagne subit actuellement un choc industriel très fort qui commence même à affecter les activités de service du pays (cf. PMI des services qui décroche en septembre à 52,5). Le gouvernement allemand est donc incité à faire de la relance, mais l'orthodoxie budgétaire reste plutôt de mise, notamment pour des raisons électorales. Par ailleurs, l'actuelle faiblesse du taux d'utilisation des capacités laisse présumer qu'une relance serait modérément efficace, puisqu'il faudrait préalablement absorber ces excédents de capacités. De plus, le pays manque de main d'œuvre qualifiée et l'immigration est devenue un sujet sensible, ce qui est un autre frein à une relance. Tant que l'emploi et la consommation domestique resteront solides, une relance significative semble peu probable. Les émissions d'obligations d'État allemand resteront donc « rares », et le Bund devrait rester recherché.

s'effondrer du fait de problème structurels domestiques (filière automobile) et de problèmes conjoncturels externes (tensions commerciales internationales).

- Cet indicateur est, parmi d'autres, mis en avant par certains économistes pour encourager l'État allemand à effectuer des soutiens budgétaires.



Taux d'utilisation des capacités en Allemagne



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- Le ratio entre l'indice des obligations d'entreprises fragiles et risquées (« High Yield ») face à l'indice de l'ensemble des obligations d'entreprises permet d'identifier les phases de stress économique ou financier significatives.
- Sur le long terme, on observe un comportement assez

similaire entre ce ratio et l'évolution du CAC40 dividendes réinvestis, au bémol près que le CAC40 est beaucoup plus versatile.

- Le ratio entre obligations d'entreprises offre parfois des signaux « prémonitoires » quant à l'évolution des actions, notamment pour les rebonds futurs.

Conséquence pour les portefeuilles

Une décorrélation entre le ratio d'obligations et le CAC40 peut être observée actuellement, puisque le ratio obligataire baisse depuis un an, alors que le CAC40 affiche des records historiques. Les politiques monétaires extrêmement accommodantes des banques centrales incitent à rechercher du rendement sur les obligations d'entreprises risquées ou bien au travers des actions, ces dernières distribuant des dividendes. La baisse du ratio sur les obligations montre que les investisseurs commencent implicitement à se méfier du risque de défauts de paiements des entreprises « High Yield » par rapport à celles ayant des bilans ou des perspectives d'activité solides. Les investisseurs sur les actions n'intègrent en revanche pas autant cet éventuel risque économique ou financier. L'avenir dira si l'alerte lancée par le ratio obligataire était justifiée ou non.



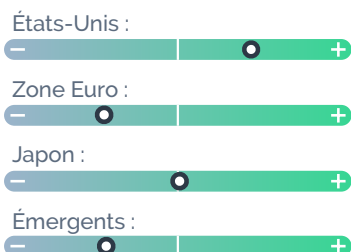
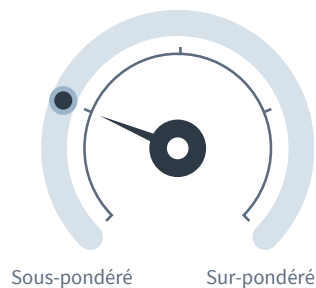
Obligations d'entreprises risquées (High Yield) face à l'ensemble des obligations d'entreprises et CAC40



Sources : Bloomberg, WeSave



Actions



En septembre, les marchés d'actions ont progressé, les autorités chinoises et américaines ayant confirmé avoir de nouveau engagé des négociations afin d'atténuer leurs tensions commerciales. Cet espoir a estompé les mauvaises nouvelles macro-économiques mondiales : le ralentissement industriel continue, et des signes de contagion aux services apparaissent. Les cahots du Brexit ou encore les attaques de drones en Arabie Saoudite ont été des épiphénomènes boursiers, même si cela entretient

Rotation par style de gestion et rendements souverains aux USA

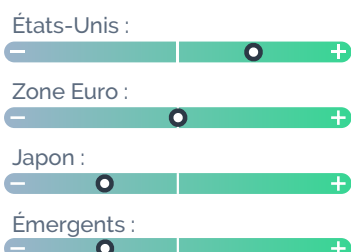
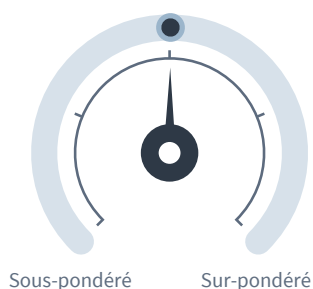


Sources : Bloomberg, WeSave

l'inquiétude de fond quant aux risques géopolitiques dans le monde. En dépit d'un contexte de tassement économique et de risques politiques multiples, les classes d'actifs réputées « risquées », telles les actions, continuent de bénéficier des politiques monétaires accommodantes persistantes des banques centrales, mais ce sont de plus en plus des investissements par défaut et non de conviction. Nous maintenons notre sous-pondération sur les actions.

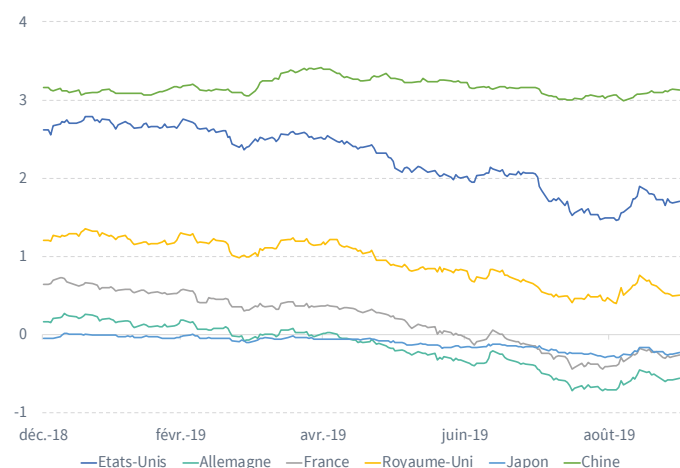


Obligations souveraines



Les banques centrales ont répondu aux attentes des investisseurs, la FED et la BCE abaissant leurs taux directeurs, la BCE allant même jusqu'à lancer un nouveau « Quantitative Easing » à compter du 1er novembre. Ces annonces ont incité à quelques prises de bénéfices sur les obligations d'États, rendues d'autant plus séduisantes que Chine et États-Unis ont indiqué être à nouveau disposés à discuter pour atténuer leurs différends commerciaux. L'attaque de deux sites en Arabie Saoudite

Rendement en % des obligations d'Etats à 10 ans

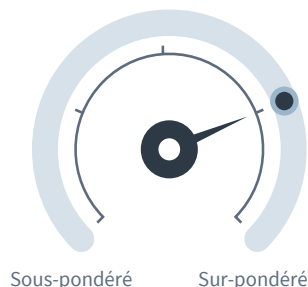


Sources : Bloomberg, WeSave

a fait provisoirement remonter les prix du pétrole, mais la production a semble-t-il été rapidement restaurée, limitant le risque d'une résurgence d'inflation par les matières premières. Le lancement d'une procédure de destitution à l'encontre de D.Trump complique encore plus l'allocation d'actifs des investisseurs. La faible visibilité économique et géostratégique actuelle entretient l'extrême faiblesse des rendements obligataires souverains, nous confortant dans notre neutralité à leur égard.

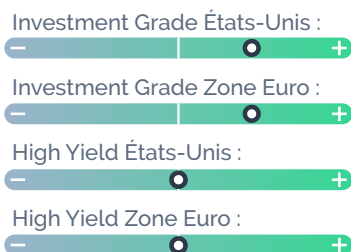


Obligations d'entreprises



Sous-pondéré

Sur-pondéré



Le comportement des obligations d'entreprises reste étroitement lié à celui des obligations souveraines, les investisseurs étant incités à intensifier leur exposition aux obligations d'entreprises au gré de la baisse de rendement des obligations d'États. Mais on observe désormais une plus grande vigilance quant aux obligations d'entreprises détenues. En effet, les obligations « High Yield », c'est-à-dire celles versant un rendement élevé pour compenser des risques spécifiques additionnels,

Rendement en % des obligations d'entreprises «High Yield»

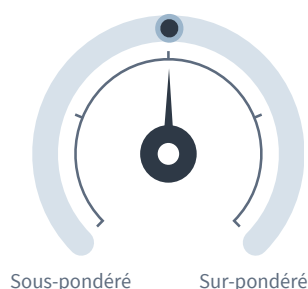


Sources : Bloomberg, WeSave

font l'objet de prises de bénéfices plus prononcées et ne profitent plus autant des hausses. Ceci peut s'expliquer par la dégradation des indicateurs économiques, ou encore par le cas « Thomas Cook » démontrant que l'hypothèse d'une faillite peut se matérialiser. De plus, la faible liquidité boursière de ces obligations incite à des dégagements de précaution avant la fin d'année. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises mais sous-pondérés sur les obligations « High Yield ».



Devises



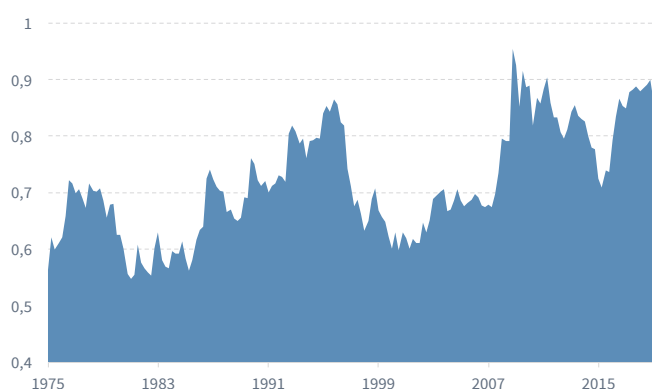
Sous-pondéré

Sur-pondéré



En dépit d'une certaine accalmie quant aux tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, ce qui aurait dû démobiliser certains acheteurs de « protection » via le Dollar, ce dernier a continué de s'apprécier face à la plupart des devises internationales. Ce mouvement s'est effectué, qui plus est, alors même que la FED a baissé ses taux directeurs, ce qui aurait dû peser sur le billet vert. Les statistiques économiques américaines restant mieux orientées que celles de la plupart des pays ou zones, c'est

Euro contre Livre Sterling



Sources : Bloomberg, WeSave

donc l'anticipation d'une FED un peu moins accommodante que précédemment anticipé qui explique probablement ces flux. Dans le même temps, l'effondrement des indicateurs industriels en Allemagne, et même une contagion aux services, pèsent indiscutablement sur l'Euro. L'évolution de la parité entre l'Euro et la Livre Sterling pourrait être à nouveau agitée au gré du calendrier du Brexit, épilogue désormais de plus en plus probable de cet interminable feuilleton.

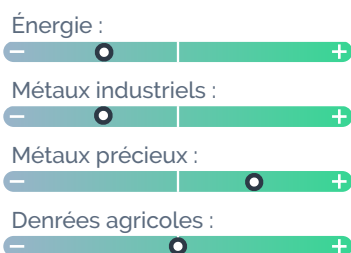


Matières premières



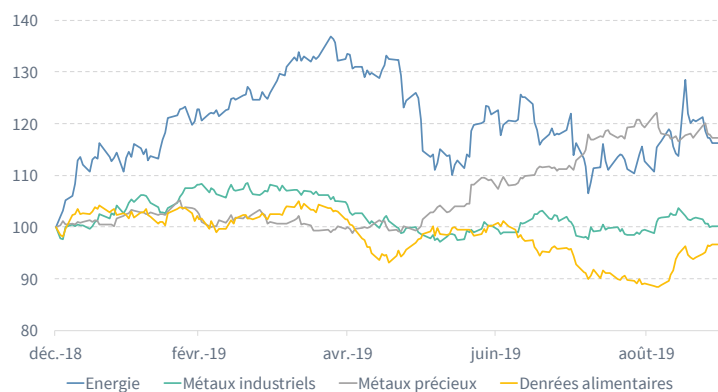
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Le pétrole a été le centre d'attention des investisseurs en septembre. En effet, l'attaque de drones à l'encontre de deux sites en Arabie Saoudite a laissé craindre un grave et durable problème d'approvisionnement pétrolier pour le monde entier. En fin de compte, la plupart des pays ont puisé dans leurs réserves stratégiques et la reprise de production plus rapide qu'attendu, c'est pourquoi l'intégralité de cet envol des prix a finalement été effacé. Les métaux industriels et plusieurs denrées agricoles ont, pour leur part, profité de

Performance des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/18)



Sources : Bloomberg, WeSave

l'accalmie des relations entre la Chine et les États-Unis. Ainsi, la Chine a déclaré avoir effectué des achats significatifs de produits agricoles américains en signe de bonne volonté. L'or a fait l'objet de prises de bénéfices, mais les métaux précieux restent la classe d'actif la plus performante parmi les matières premières en 2019. Nous conservons une allocation neutre sur les matières premières, sauf sur l'or qui justifie d'une surpondération tactique.

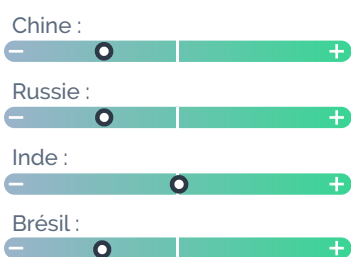


Émergents



Sous-pondéré

Sur-pondéré



En 2019, les actifs financiers des pays émergents sous-performent généralement leurs homologues des pays développés, notamment dans le cas des indices d'actions. Ce retard peut notamment s'expliquer par le fait que le Dollar poursuit son appréciation relative, compliquant d'autant le financement ou refinancement des entreprises des pays émergents, la plupart des levées de capitaux s'effectuant en Dollar. Par ailleurs, même si les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis s'apaisent un peu depuis

Performances des indices d'actions en EUROS (Base 100 = 31/12/18)

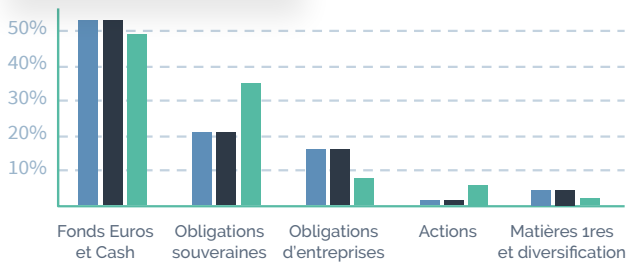
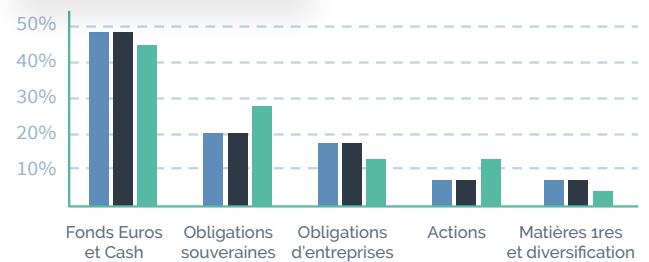
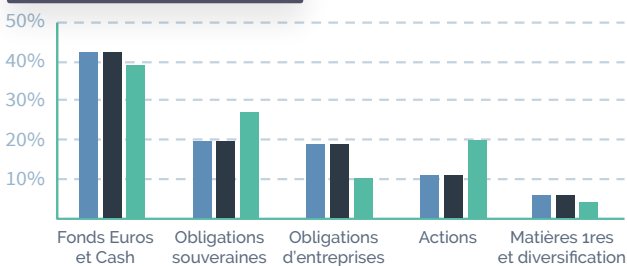
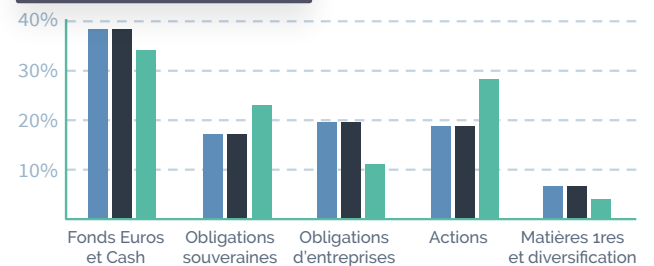
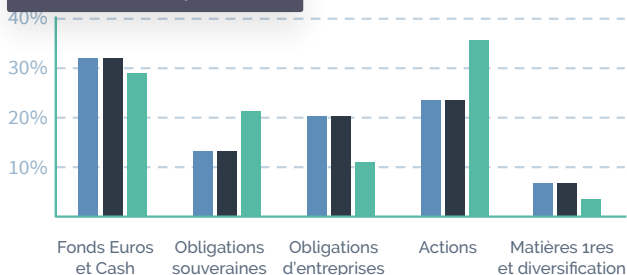
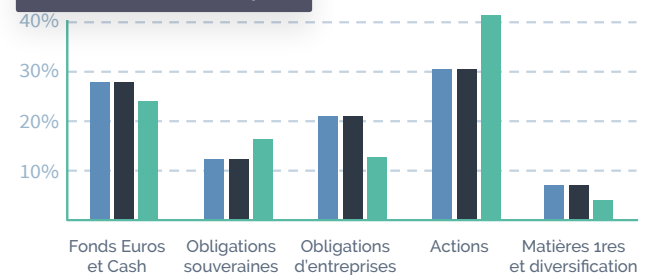
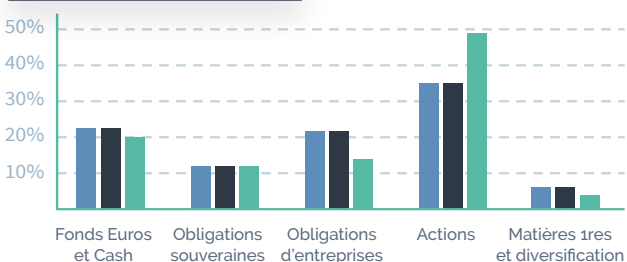
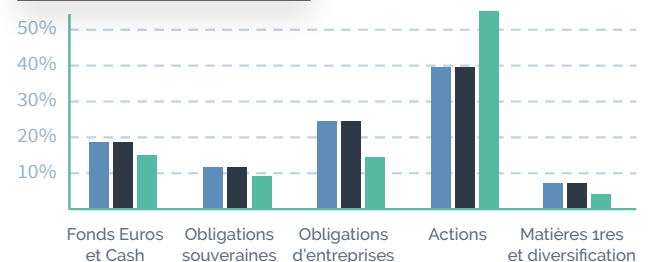
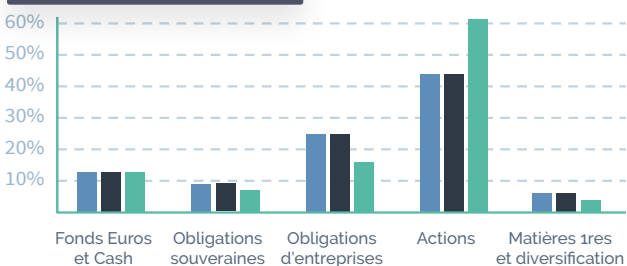
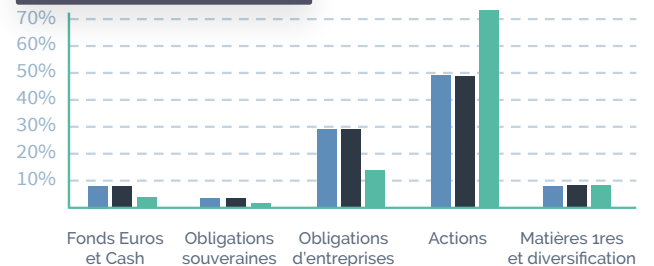


Sources : Bloomberg, WeSave

quelques semaines, la désorganisation industrielle (chaînes d'approvisionnement, de production, de distribution,...) et commerciale que cette crise géopolitique a engendré affecte tout particulièrement ces pays, car étant trop peu diversifiés vers les services et car dépendant énormément des dynamiques d'exportations. Nous préférons rester sous-pondérés sur les actifs émergents, notamment par manque de visibilité quant au cycle économique.

Comparatifs d'allocations entre Oct 2019, Sept 2019 et la stratégie long terme.

■ Oct 2019 ■ Sept 2019 ■ Allocation long-terme

Profil 1 - Défensif 1**Profil 2 - Défensif 2****Profil 3 - Équilibré 1****Profil 4 - Équilibré 2****Profil 5 - Équilibré 3****Profil 6 - Offensif 1****Profil 7 - Offensif 2****Profil 8 - Offensif 3****Profil 9 - Agressif 1****Profil 10 - Agressif 2**



L'investissement SCPI en nue-propiété

En complément du point marché, Thibault Goullioud, Conseiller en gestion de patrimoine chez WeSave, décrypte les principales nouvelles du secteur de la gestion de patrimoine.

De nombreuses personnes connaissent le démembrement de propriété dans le cadre des donations ou successions, mais peu de personnes connaissent son utilisation en termes d'investissement temporaire. Dans nos précédents articles, nous avons évoqué l'investissement en SCPI, nous allons aujourd'hui expliquer l'acquisition de parts de SCPI par le biais du « démembrement temporaire ». Pour vous aider dans la compréhension de cet article, vous trouverez un lexique à la fin de celui-ci.

■ Règle de droit

Il faut avant tout savoir que le droit de propriété se décompose en deux parties :

L'usus, qui correspond d'un point de vue juridique au droit d'user d'un bien (usufruit).

Exemple : Habiter dans un appartement.

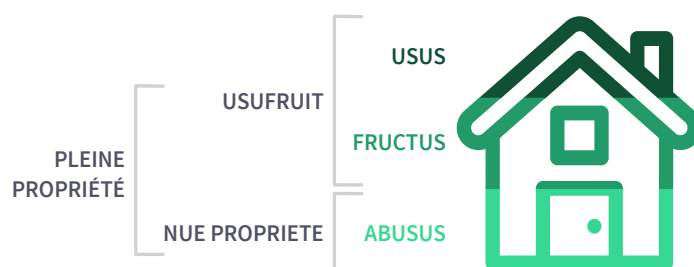
Le fructus, qui correspond quant à lui à la jouissance d'un bien (usufruit).

Exemple : Percevoir les loyers.

L'abusus, qui correspond à la propriété simple du bien et au fait de disposer du bien à terme (nue-propiété).

Exemple : Céder ou donner un bien.

Le démembrement de propriété



Au décès de l'usufruitier, il y a extinction de l'usufruit ; l'usufruit rejoint alors la nue-propiété et le nu-propiétaire devient alors plein propriétaire.

En démembrement temporaire, cette extinction est définie dès le début sur une période (5, 10, 15 ans), et se déclenche alors à la fin de la période définie (5, 10, 15 ans).



/// L'application à l'investissement en SCPI

En démembrement temporaire de SCPI, les investisseurs ont la possibilité de faire l'acquisition de la nue-propriété temporaire d'un bien sur une durée prédéfinie (5, 10 ou 15 ans par exemple), durée pendant laquelle l'usufruit profite à une autre personne (physique ou morale).

Dans ce montage, le prix du bien va être réparti entre l'usufruitier et le nu-propiétaire par le biais d'une « clé de répartition » (ratio valeur usufruit/nue-propriété). Celle-ci est déjà prédéfinie lors de l'opération et dépend de la durée du démembrement. Voici un exemple de clé de répartition pour une SCPI :

Pour une durée de 5 ans :

- > Valeur d'une part en nue-propriété 80,75%
- > Valeur d'une part en usufruit 19,25%

Pour une durée de 7 ans :

- > Valeur d'une part en nue-propriété 75,25%
- > Valeur d'une part en usufruit 24,75%

Pour une durée de 8 ans :

- > Valeur d'une part en nue-propriété 72,75%
- > Valeur d'une part en usufruit 27,25%

Pour une durée de 10 ans :

- > Valeur d'une part en nue-propriété 68,25%
- > Valeur d'une part en usufruit 31,75%

L'usufruitier percevra donc des revenus importants rapidement mais ne sera pas propriétaire des parts, il ne se constituera donc pas un capital sur le long terme. En tant que particulier imposé à l'impôt sur le revenu,

il peut être avantageux de faire appel à ce mécanisme quand :

- > Vous souhaitez obtenir un important complément de revenus immédiatement,
- > Vous détenez une poche importante de déficit foncier antérieur et souhaitez l'utiliser,
- > Vous recherchez un placement de trésorerie

pour votre SCI à l'impôt sur les Sociétés (un société à l'IS peut amortir l'usufruit).

En effet, en prenant « la clé de répartition » (ratio valeur usufruit/nue-propriété) ci-dessus, en investissant 31 750 € en usufruit temporaire de parts de SCPI sur 10 ans, vous percevrez les revenus pour 100 000 € de parts pendant 10 ans.

Le nu-propiétaire va donc acquérir les parts de SCPI avec une décote, il ne percevra les revenus de la SCPI qu'à la fin du démembrement et récupérera ensuite la pleine propriété des parts à l'extinction de l'usufruit.

Pour le nu-propiétaire, les avantages sont nombreux :

- > Décote sur la valeur d'achat.
- > Baisse de la base imposable de l'investissement à l'IFI (impôt sur la fortune immobilière) pendant la durée du démembrement.
- > Les revenus fonciers commencent à l'extinction de l'usufruit donc pas d'impôt sur les revenus de la SCPI (revenus fonciers) pendant le démembrement.
- > L'abattement pour durée de détention sur la plus-value immobilière (imposition et prélèvements sociaux) commence au moment du démembrement.
- > Potentielle revalorisation du prix de part de la SCPI sur le long terme.
- > C'est l'acquéreur qui prend à sa charge les frais pendant la durée du démembrement.

Il sera donc intéressant d'investir en nue-propriété de parts de SCPI quand vous n'avez pas besoin de revenus complémentaires et que :

- > Vous êtes fortement imposé (tranche marginale d'imposition à 30% et plus),
- > Vous souhaitez obtenir des revenus complémentaires à un horizon donné pour compenser une baisse de revenus (pourquoi pas pour la retraite ?).

Vous pourriez alors vous demander « où se situe le piège dans cet investissement ? ».



Vous pouvez considérer votre investissement comme bloqué pendant toute la durée de l'opération jusqu'à l'extinction de l'usufruit. En effet, la nue-propriété et/ou l'usufruit de parts présente(nt) une liquidité encore plus limitée qu'en pleine propriété. Il est donc important de ne pas devoir vendre ses parts avant le terme du démembrement.

L'exemple avec la situation de Monsieur JEAN

Pour illustrer ce mécanisme, nous allons prendre l'exemple de Monsieur Jean, 55 ans, tranche marginale d'imposition 41%. Monsieur Jean n'a pas besoin de revenus complémentaires pour le moment et souhaite partir à la retraite à 65 ans. Monsieur Jean investit 100 000 € de parts de SCPI en nue-propriété sur 10 ans.

La clé de répartition pour un démembrement sur 10 ans est la suivante :

- > Valeur part nu-propriétaire : 68,25% soit 100 000 €,

- > Valeur part usufruitier : 31,75% soit 46 520 €,
- > Valeur des parts en pleine-propriété : 146 520 €.

Admettons que la rentabilité de cette SCPI soit de 5% par an sous forme de revenus fonciers et qu'il n'y ait pas de variation du prix de part pendant la durée du démembrement.

La rentabilité de l'investissement pour l'usufruitier sera donc de 73 260 € soit 7 326 € par an pendant 10 ans (rentabilité brute d'impôt).

Le gain de Monsieur Jean sera, dans un premier temps, sous forme de valorisation de son patrimoine, pour un investissement de 100 000 €, Monsieur Jean détiendra 146 520 € au bout de 10 ans, il aura donc fait un gain de 46 520 € nets de fiscalité sur 10 ans et commencera à percevoir, au bout de 10 ans, les loyers de la SCPI pour 7 326 € par an.

Pour simplifier cet exemple, rien de tel qu'un tableau.

Tableau d'investissement de Monsieur Jean

Année	INVESTISSEMENT EN PARTS DE SCPI		REVENUS		PARTS DE SCPI DÉTENUES	
	Nu-propriétaire	Usufruitier	Nu-propriétaire	Usufruitier	Nu-propriétaire	Usufruitier
1	100 000,00 €	46 520,15 €	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
2	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
3	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
4	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
5	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
6	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
7	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
8	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
9	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
10	-	-	-	7 326,01 €	146 520,15 €	-
11	-	-	7 326,01 €	-	146 520,15 €	-
12	-	-	7 326,01 €	-	146 520,15 €	-
Total	100 000,00 €	46 520,15 €	14 652,02 €	73 260,0 €	146 520,15 €	-

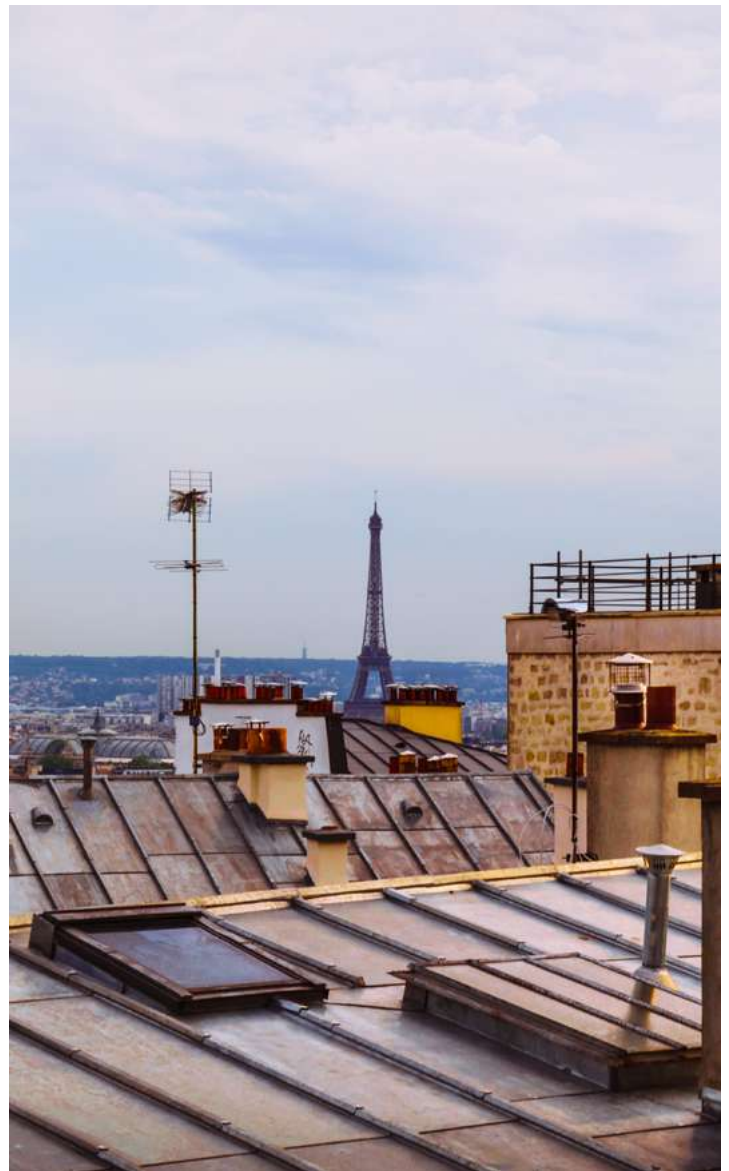


À savoir

- > Si vous souhaitez revendre les parts à la fin du démembrement, il ne faudra pas oublier les frais de souscription qui s'appliqueront au moment du rachat des parts de la SCPI (environ 10%).
- > Comme tout investissement, la souscription de parts de SCPI en démembrement présente des risques : absence de rendement ou perte de valeur.
- > La SCPI ne bénéficie d'aucune garantie en capital et présente donc un risque de perte en capital.
- > La SCPI n'étant pas un produit coté, elle présente une liquidité moindre.
- > Avant de vous engager dans un investissement de la sorte, il vous faut être accompagné par un conseiller en investissement pour vérifier l'adéquation entre votre profil d'investisseur, vos objectifs et l'impact de l'investissement sur votre situation actuelle et future.

Si vous souhaitez avoir plus d'informations concernant ce montage, n'hésitez pas à contacter WeSave par téléphone au 01 80 49 70 00 ou par mail à l'adresse conseiller@wesave.fr.

Les conseillers se feront un plaisir de vous accompagner !



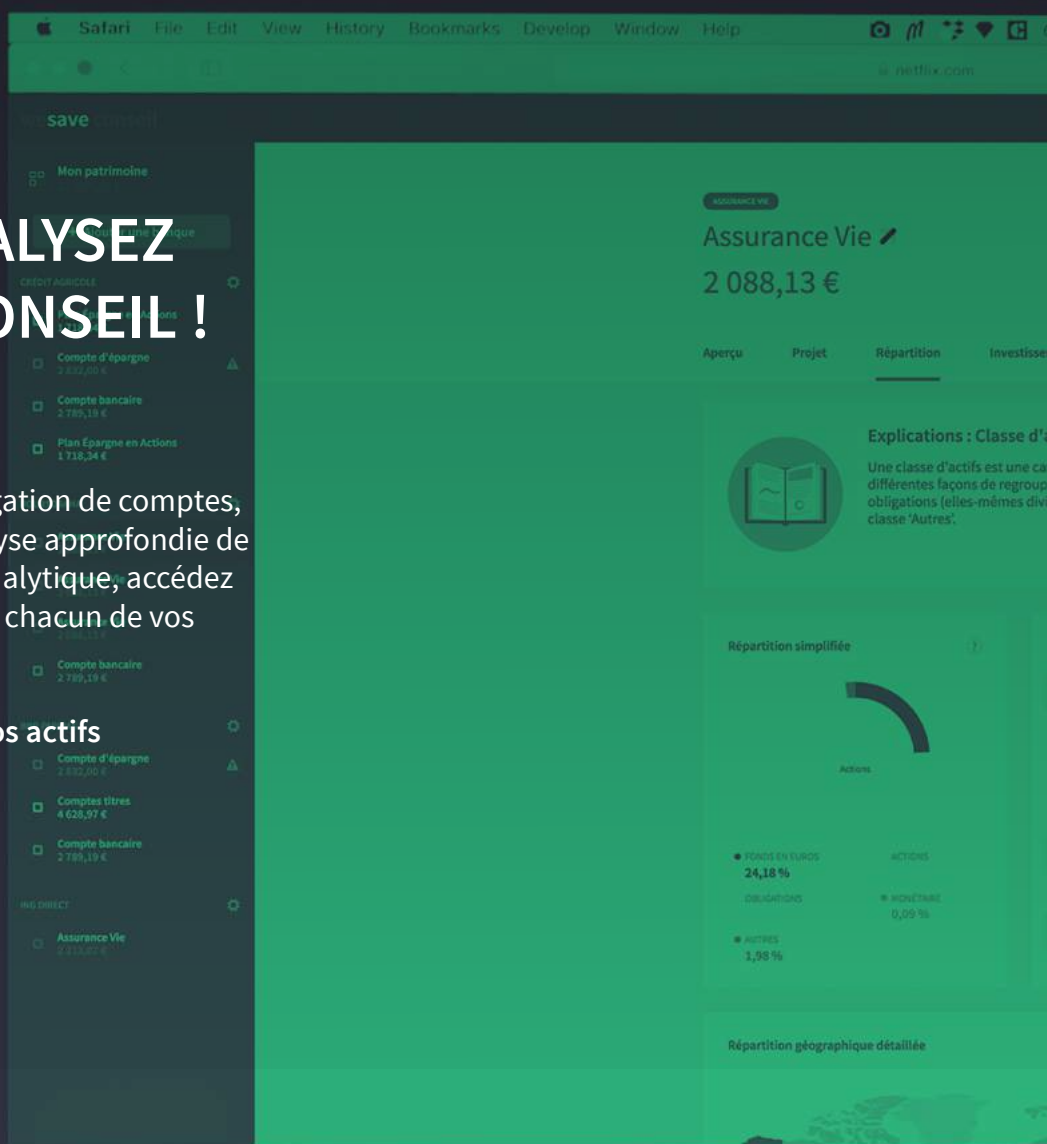
Lexique :

- > **L'usufruit** : droit d'user ou de jouir des fruits du bien
- > **L'usufruitier** : personne physique ou morale détenant l'usufruit d'un bien
- > **La nue-propriété** : droit de disposer du bien (le céder ou le vendre) sans pouvoir profiter de celui-ci (user ou jouir des fruits de celui-ci)
- > **Le nu-propriétaire** : personne physique ou morale détenant la nue-propriété d'un bien
- > **La clé de répartition** : elle définit la répartition entre la valeur de l'usufruit et la valeur de la nue-propriété à un moment « T », elle est calculée selon le barème fiscal en vigueur mais très généralement de manière à maximiser le gain commun de l'usufruitier et du nu-propriétaire.
- > **Démembrement temporaire** : acquisition de l'usufruit / la nue-propriété d'un bien pendant une durée déterminée, à l'issue de laquelle l'extinction de l'usufruit permet au nu-propriétaire de récupérer la pleine propriété du bien sans frais.

AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

Au-delà de fonctionnalités d'agrégation de comptes, WeSave Conseil propose une analyse approfondie de votre patrimoine. Depuis la vue analytique, accédez au détail des différents aspects de chacun de vos portefeuilles :

- Découvrez la répartition de vos actifs
- Mesurez vos performances
- Déterminez vos risques
- Évaluez vos frais



wesave

Contactez un conseiller au 01 80 49 70 00

Du lun. au ven. de 9h à 19h - Après 19h et le samedi sur RDV

Ou par email à conseiller@wesave.fr

Achevé de rédiger le 30 Septembre 2019 - © 2019 WeSave . Tous droits réservés . Conseiller en Investissement Financier, régulé par l'AMF

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les informations communiquées dans ce document ne sauraient représenter aucune forme de conseil en investissement, ni obligation de souscription ultérieure. L'investissement en unités de compte présente un risque de perte en capital.

WeSave est une marque de ANATEC- 4 rue Charlemagne 75004 PARIS – SAS au Capital de 272 820 €, ayant pour numéro unique d'immatriculation 523 965 838 au RCS de Paris. N° ORIAS 15 004 968 (www.orias.fr) en qualité de Conseiller en Investissements Financiers (CIF), Courtier en Assurance, sous le contrôle de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), 4 Place de Budapest 75436 Paris Cedex 09. Adhérent à l'ANACOFI, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Garantie financière et assurance Responsabilité Civile Professionnelle conformes au Code des Assurances.