

NUMÉRO 39

— NOVEMBRE 2019

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
12 Points macro et marchés
13 Vues des actifs

16 Nos vues tactiques et stratégiques
17 Pour aller plus loin

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.

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Novembre 2019



La mort annoncée du fonds en Euros ?

L'assurance-vie est le support d'investissement préféré des Français, et les fonds en Euros ont été au cœur de cette attirance. Mais plusieurs dirigeants d'institutions financières majeures, et même le régulateur national, par la voix de B. Delas, vice-président de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), multiplient aujourd'hui les alertes quant au devenir de ces fonds en Euros et, par extension, de l'assurance - vie telle qu'elle a jusqu'alors existé. Que penser de ces avertissements, et quelles conséquences pour les contrats existants ou futurs ?

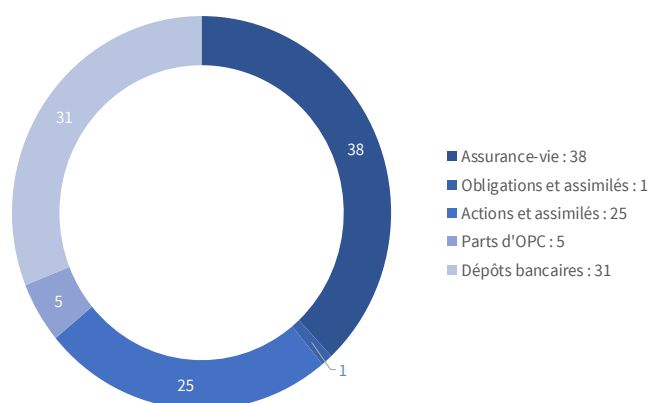
Quelques statistiques arrêtées à la fin de 2018, afin de mieux cerner les enjeux financiers potentiels :

- > Encours total des principaux placements financiers des Français : 5 001,6 Mds €.
- > Ces encours sont investis à 65% (3 253,9 Mds €) sur des produits de taux : dépôts bancaires (1 683,8 Mds €) et assurance-vie en fonds en Euros (1 570,1 Mds €).
- > L'assurance-vie représente 38% (1 913,2 Mds €) de l'encours total des épargnants.
- > Au sein de l'assurance-vie, la répartition des

actifs est de 82% de fonds en Euros et de 18% d'unités de compte (UC).

- > 31% (1 570,1 Mds €) de l'encours total des épargnants est investi en fonds en Euros.
- > 7% (343,1 Mds €) de l'encours total des épargnants est investi en UC.

Structure en % du patrimoine financier des ménages en France fin 2018



Sources : Banque de France, WeSave

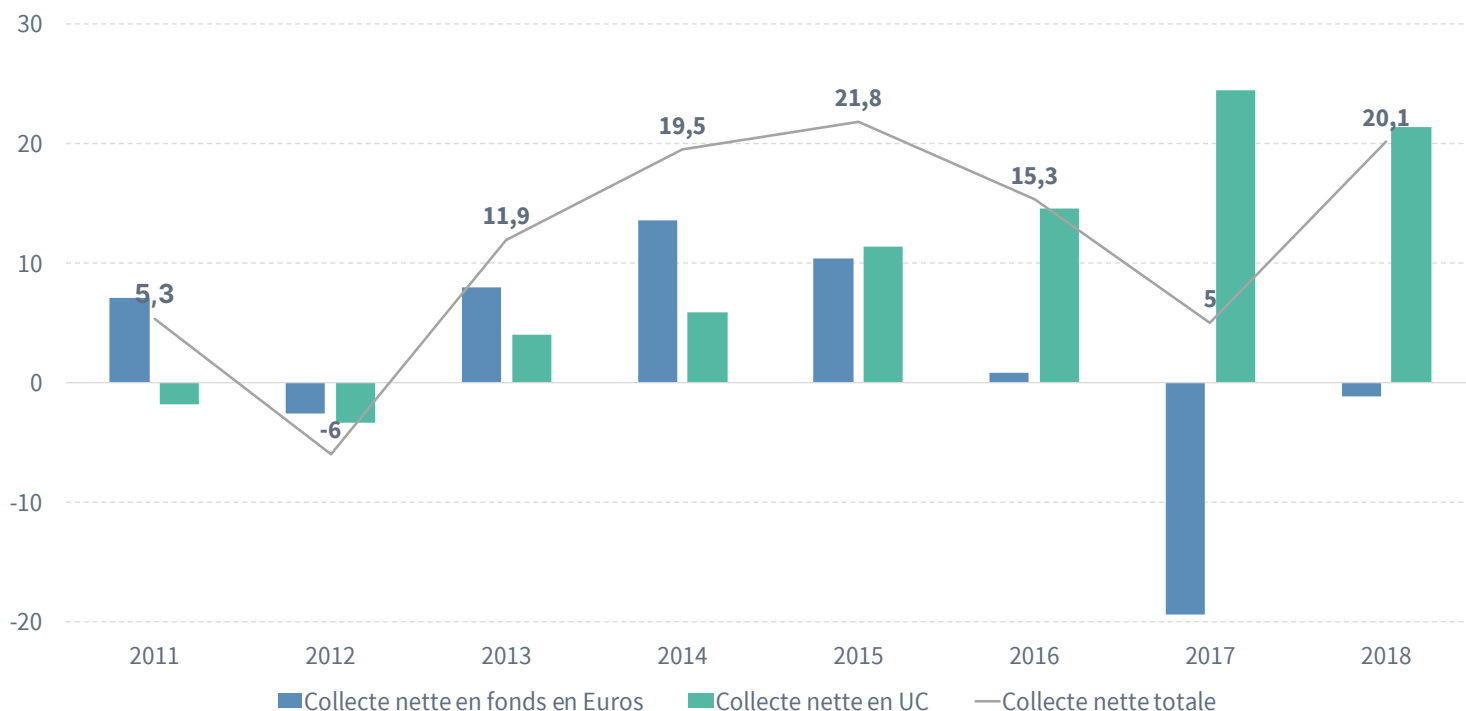
À noter qu'il est important de bien distinguer le stock et les flux d'investissements au sein de l'assurance - vie ! Le stock, accumulé depuis des années, est très favorable aux fonds en Euros (82%) par rapport aux



UC (18%). En revanche, quand on analyse les flux de la collecte nette durant les toutes dernières années, les UC l'emportent très nettement sur les fonds en Euros. Cette tendance récente tient à la fois au potentiel de performance boursière que les UC ont reconstitué

après la crise des subprimes, notamment grâce au soutien appuyé des banques centrales, mais aussi parce que les institutions financières ont encouragé les nouveaux souscripteurs à allouer une proportion plus importante des nouveaux capitaux sur les UC.

Collecte nette de l'assurance-vie (Mds €)



Sources : ACPR, WeSave

Pourquoi un tel succès de l'assurance-vie par rapport aux autres supports d'investissements disponibles ?

Si l'assurance-vie existe dans tous les pays, la France en a fait un produit financier aux caractéristiques très spécifiques, le rendant particulièrement attrayant sur la durée :

- > Son capital est garanti pour la partie allouée aux fonds en Euros, celle investie sur les UC ne bénéficiant en revanche pas de cette protection. L'assureur est celui qui dispense cette garantie, quitte à ponctionner sur ses fonds propres si nécessaire.
- > Les capitaux de l'assurance-vie sont parfaitement

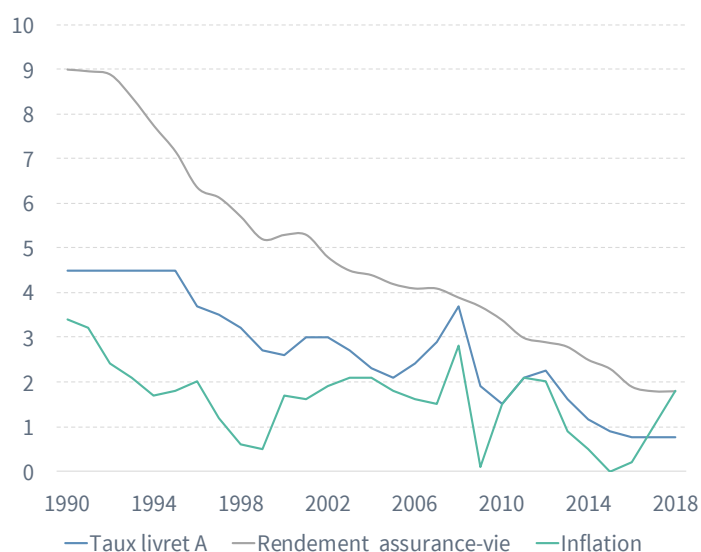
liquides et disponibles, sous réserve des habituels délais administratifs et bancaires.

- > L'historique des rendements bruts moyens servis par les fonds en Euros se compare systématiquement très favorablement à ceux du livret A, et ils ont jusqu'à présent toujours confortablement surpassé l'inflation. Pour rappel, ces rendements sont une décision discrétionnaire prise chaque année par l'assureur au gré des performances réalisées durant l'année précédente par les divers composants du fonds en Euros, éventuellement bonifiés ou minorés par un ajustement sur les provisions pour participation aux bénéfices (PPB), constituées en vue de lisser les rendements annuels.
- > Sa fiscalité a été modifiée à plusieurs reprises, mais a plutôt contribué à attirer et à fidéliser les



épargnants vers ce produit financier. Les revenus des contrats d'assurance-vie sont soumis à l'impôt et aux cotisations sociales. À l'issue de 8 années de détention, ils bénéficient d'une fiscalité allégée et d'un abattement fiscal. De par sa structure fiscale, l'assurance-vie est aussi un excellent outil de transmission du capital.

Rendements comparés du Livret A et de l'assurance-vie, et inflation (en %)



Sources : Fédération Française de l'Assurance, Bloomberg, WeSave

Quelle menace pèse donc sur les fonds en Euros ?

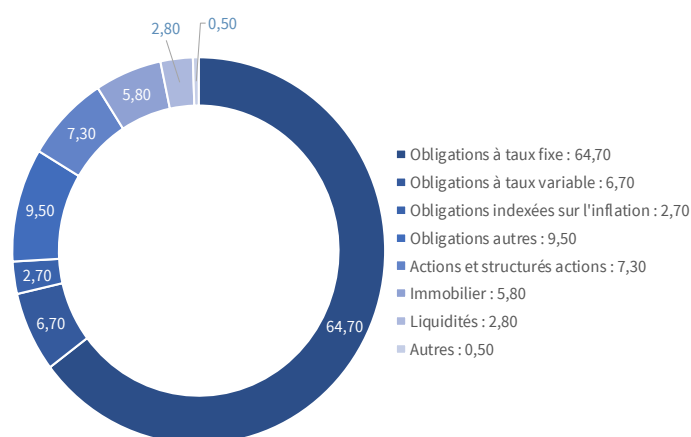
Pour apprécier la problématique, il faut tout d'abord comprendre de quoi l'on parle. Il n'y a pas UN, mais DES fonds en Euros, et chacun adopte une combinaison d'actifs spécifique lui permettant de répondre sur la durée à plusieurs contraintes coexistantes : dispenser la garantie en capital, assurer la liquidité des capitaux en cas de retraits par les souscripteurs, et enfin délivrer un rendement. Chaque fonds en Euros privilégiera donc un ou plusieurs de ces axes grâce à une allocation d'actifs distincte. Du fait de leurs caractéristiques habituelles (i.e. capital intégralement restitué et assorti de coupons réguliers, sauf à ce que l'émetteur fasse défaut), les obligations, et notamment celles des États, ont naturellement toujours été au

cœur des allocations des fonds en Euros. Les autres actifs financiers présents dans les fonds en Euros ont plutôt pour vocation de doper sur la durée le rendement finalement servi aux souscripteurs.

L'historique des rendements bruts moyens servis par les fonds en Euros se compare systématiquement très favorablement à ceux du livret A, et ils ont jusqu'à présent toujours confortablement surpassé l'inflation.

À titre d'exemple voici la dernière composition connue au 30 juin 2019 du fonds en Euros « Suravenir Rendement » que nous utilisons dans nos allocations d'actifs, ce dernier étant un assez bon reflet d'une allocation type de fonds en Euros. Dans cet exemple, la part cumulée consacrée aux obligations est de 83,6% de l'actif total, se décomposant elle-même en 53,7% de souverain, 21,2% d'entreprises, et 25,1% de financière.

Répartition du fonds Euros «Suravenir Rendement»



Sources : Suravenir, WeSave

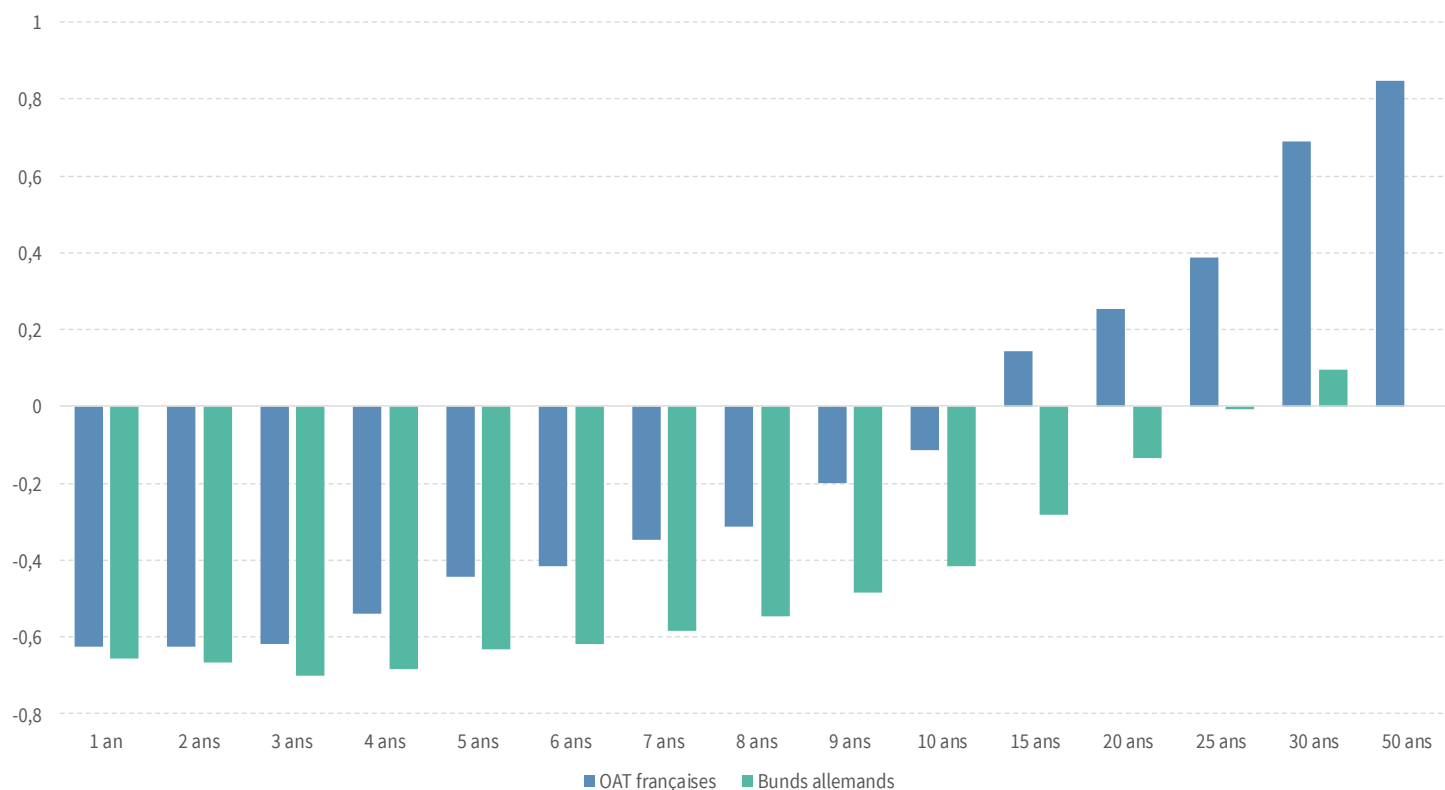
L'évolution de ce fonds en Euros, comme celle de tous ses homologues, dépend donc très majoritairement de l'évolution des rendements obligataires, et ceux-ci ont connu une évolution MAJEURE en 2019 : les



obligations de l'État français, comme celles de bien d'autres pays, affichent désormais des rendements NÉGATIFS pour la plupart des échéances, et cela

entraîne vers le bas les rendements des autres types d'obligations ! Le cœur des fonds en Euros est désormais malade.

Rendements par échéances des obligations françaises et allemandes (en %)



Sources : Bloomberg, WeSave

Comment les fonds en Euros vont-ils logiquement se comporter durant les prochaines années ?

La rupture historique que sont des rendements obligataires négatifs explique le brutal changement de discours des dirigeants des institutions financières et des régulateurs. Si ces rendements devaient rester durablement en l'état, il serait impossible de préserver l'intégralité des prestations jusqu'alors délivrées par l'assurance-vie ! En effet, l'assureur ne peut plus désormais s'appuyer, comme c'était le cas auparavant, sur les nouvelles obligations émises, celles-ci servant des rendements faméliques ou ne remboursant souvent même plus l'intégralité du capital prêté ! Comment respecter dans ces conditions, sur la durée, les engagements contractés de garantir le capital

alloué aux fonds en Euros et de servir un rendement satisfaisant ?

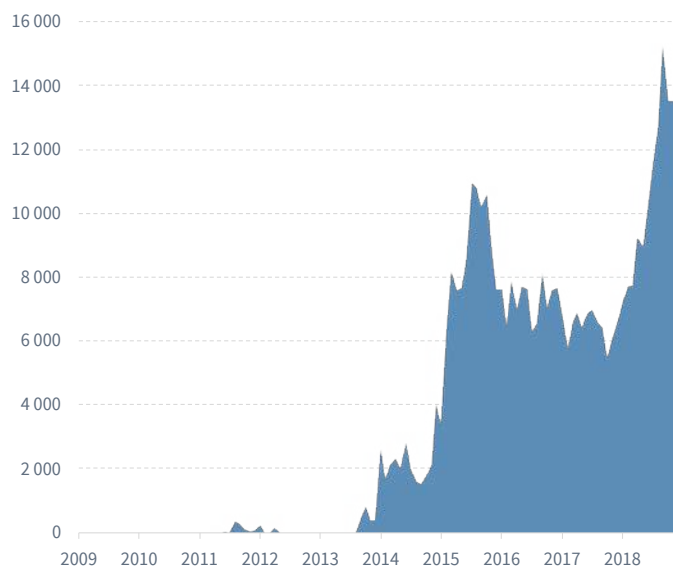
“L'assureur ne peut plus désormais s'appuyer, comme c'était le cas auparavant, sur les nouvelles obligations émises, celles-ci servant des rendements faméliques ou ne remboursant souvent même plus l'intégralité du capital prêté !”

Quand bien même l'assureur chercherait à compenser cette insuffisance de rendement en se reportant plus fortement sur les autres actifs composant habituellement les fonds en Euros (immobilier, actions...), il y perdrait alors en liquidité



(immobilier) ou en sécurité (actions), et ne pourrait donc satisfaire aux deux autres piliers du triptyque sécurité - liquidité - rendement.

Cumul des obligations à taux négatifs dans le monde (en Mds €)



Sources : Bloomberg, WeSave

Afin de mieux appréhender les conséquences des rendements obligataires négatifs sur les fonds en Euros, prenons le cas purement fictif, et volontairement conservateur, d'un fonds en Euros composé exclusivement des obligations émises par l'État français (Obligations Assimilables du Trésor à 10 ans), souscrivant systématiquement depuis de nombreuses années à chaque émission du Trésor, et conservant ces obligations souveraines jusqu'à leur échéance. Sachant que l'État français a aujourd'hui une durée de son portefeuille d'OAT de 7,6 ans,

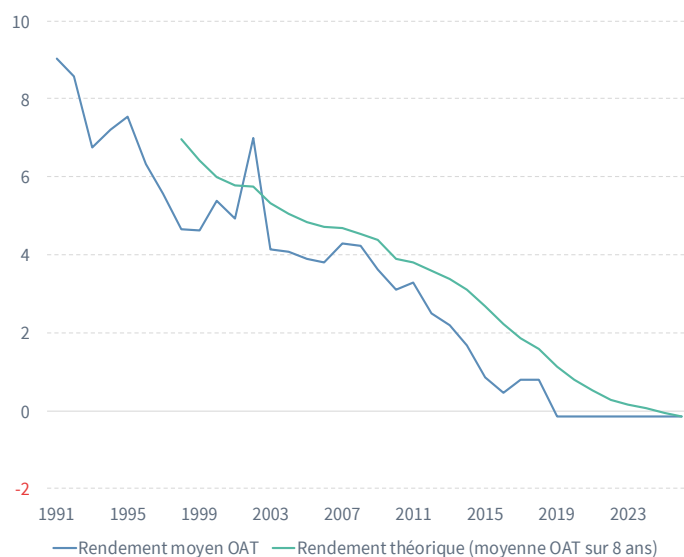
Les réserves financières constituées par les assureurs au travers des Provisions pour Participation aux Bénéfices représentent encore en moyenne 3,83% de rendements à servir, ce qui reporte d'autant le jour où les rendements des fonds en Euros basculeraient en négatif !

cela signifie qu'il renouvelle l'intégralité de ses obligations en cours au bout de 7,6 ans. Afin de simplifier les calculs, nous retiendrons une durée de 8 années. Dans cette hypothèse, 12,5% (100% du portefeuille divisé par 8 années) des plus anciennes OAT détenues et servant des rendements encore attrayants arrivent à échéance chaque année, et elles sont progressivement remplacées par de nouvelles OAT ayant désormais des rendements négatifs.

En prenant la double hypothèse du maintien de l'actuel rendement des OAT à 10 ans durant les prochaines années (soit -0,16% jusqu'en 2026) et d'une rotation annuelle stable du portefeuille, ce fonds en Euros fictif basculerait en rendements négatifs à partir de 2025, mais il aurait continué de délivrer des rendements bruts positifs jusqu'à cette date, ceci grâce à l'effet d'inertie des coupons versés par les anciennes OAT composant le portefeuille !

Cet exemple, caricatural, explique la légitime inquiétude des assureurs et des régulateurs, les fonds propres des compagnies d'assurances étant potentiellement menacés si la garantie en capital des fonds en Euros venait à être exercée !

Rendement d'un portefeuille théorique 100% en obligations d'État françaises (OAT)



Sources : Bloomberg, WeSave



Rendement d'un portefeuille théorique 100% en obligations d'Etat Françaises (OAT)

Année	Rendement moyen OAT 10 ans	Rendement théorique (moyenne sur 8 ans)	Rendement versé par les fonds en Euros
1991	9,03	-	8,96
1992	8,58	-	8,88
1993	6,76	-	8,36
1994	7,22	-	7,73
1995	7,53	-	7,15
1996	6,32	-	6,35
1997	5,57	-	6,13
1998	4,64	6,96	5,70
1999	4,61	6,40	5,20
2000	5,39	6,01	5,30
2001	4,94	5,78	5,30
2002	4,86	5,48	4,80
2003	4,13	5,06	4,50
2004	4,09	4,78	4,40
2005	3,89	4,57	4,20
2006	3,79	4,46	4,10
2007	4,29	4,42	4,10
2008	4,23	4,28	3,90
2009	3,63	4,11	3,70
2010	3,11	3,90	3,40
2011	3,29	3,79	3,00
2012	2,51	3,59	2,90
2013	2,20	3,38	2,80
2014	1,67	3,12	2,50
2015	0,86	2,69	2,30
2016	0,47	2,22	1,90
2017	0,80	1,86	1,80
2018	0,78	1,57	1,80
2019	-0,16	1,14	-
2020	-0,16	0,81	-
2021	-0,16	0,51	-
2022	-0,16	0,28	-
2023	-0,16	0,16	-
2024	-0,16	0,08	-
2025	-0,16	-0,04	-
2026	-0,16	-0,16	-

Hypothèse de statu quo des rendements de l'OAT

Sources : FFA, Bloomberg, WeSave

Pour que cette démonstration théorique soit plus exhaustive et que ses conclusions soient plus réalistes, il conviendrait toutefois de procéder à plusieurs calculs complémentaires :

- > Mesurer le surcroît de rendement procuré par les autres types d'obligations, plutôt que de se limiter aux OAT à 10 ans : apport de la diversification géographique, pluralité des échéances d'obligations, contribution des émetteurs privés plutôt qu'exclusivement souverains...
- > Cette analyse est restée exclusivement concentrée sur les rendements servis par les OAT, mais élude volontairement les éventuels gains (ou pertes) en capital que l'assureur pourrait engranger en effectuant parfois des opérations de trading sur les obligations détenues.
- > Il serait en outre intéressant d'évaluer plus précisément la contribution des autres actifs financiers (immobilier, actions...) détenus dans les fonds en Euros, notamment pour ceux d'entre eux qui accordent une place significative à ces actifs.
- > Par ailleurs, les réserves financières constituées par les assureurs au travers des Provisions pour Participation aux Bénéfices (PPB) représentent encore en moyenne 3,83% de rendements à servir (Source : Good Value for Money), ce qui reporte d'autant le jour où les rendements des fonds en Euros basculeraient en négatif ! Bien entendu, cette moyenne de 3,83% dissimule une importante dispersion entre les divers fonds en Euros commercialisés.
- > Enfin, les frais prélevés par les assureurs pourraient peut-être aussi être compressés car, en fin de compte, c'est un rendement net des frais et non pas un rendement brut qui est finalement servi aux souscripteurs !

Au vu de ces divers ajustements suggérés, il est probablement réaliste de considérer que, toutes choses égales par ailleurs, les véritables difficultés



potentielles n'apparaîtront que vers 2027 ou au-delà pour les assureurs.

/// Quelles conséquences cela pourrait-il avoir pour l'assurance - vie ?

Le mix de sécurité, de liquidité et de rendement jusqu'alors offert par l'assurance-vie est-il voué à disparaître, ou bien certains « ajustements » permettraient-ils de conserver, sans trop les dénaturer, l'essentiel de ces avantages ?

“ Cette convergence d'intérêts entre les assureurs et les autorités pourrait, en fin de compte, s'exercer aux dépens des souscripteurs d'assurance-vie, notamment en réduisant ou bien en modifiant les conditions dans lesquelles la garantie en capital des capitaux alloués aux fonds en Euros serait assurée. ”

À l'évidence, les alertes très appuyées lancées par les assureurs relèvent en partie de la posture et du lobbying afin de faire pression sur le régulateur national. Les exigences de fonds propres n'ont en effet cessé de croître depuis la crise des subprimes, les assureurs voient alors dans les rendements obligataires négatifs un excellent motif à faire valoir pour que soient allégées certaines contraintes réglementaires pesant sur eux. Le poids prépondérant des fonds en Euros dans l'encours total des épargnants français (31%, soit 1 570,1 Mds €) fortifie d'autant leur argumentaire auprès des autorités françaises, ces dernières craignant par-dessus tout que les ménages n'opèrent de très brutaux arbitrages sur leur épargne, les conséquences financières pouvant être extrêmement déstabilisantes. L'État français souhaite par exemple impérativement préserver le flux d'achats constant se portant sur les OAT qu'il émet (200 Mds € prévus pour 2019), ce que des sorties massives des fonds en Euros

pourraient remettre en cause !

Cette convergence d'intérêts entre les assureurs et les autorités pourrait, en fin de compte, s'exercer aux dépens des souscripteurs d'assurance-vie, notamment en réduisant ou bien en modifiant les conditions dans lesquelles la garantie en capital des capitaux alloués aux fonds en Euros serait assurée.

- > Il semble déjà se dessiner que la garantie en capital sera assortie soit d'une contrainte de durée préalable de détention du fonds en Euros, soit d'une obligation d'exposition plus significative aux UC, voire d'une combinaison de ces deux exigences.
- > L'éventuelle rétroactivité de telles mesures semble a priori difficile à justifier. Au-delà de leur complexe mise en œuvre (i.e. comment distinguer les anciens des nouveaux capitaux, et appliquer alors des règles différenciées ?), les assureurs devraient user avec parcimonie de ces moindres garanties en capital, les répercussions pouvant être significatives sur leurs parts de marché dans l'assurance-vie, mais aussi sur d'autres produits d'épargne ou d'assurance qu'ils commercialisent.
- > La liquidité des fonds en Euros, tout comme celle de l'assurance-vie, serait préservée, mais l'intégrité des capitaux placés en fonds en Euros dépendrait du bon respect des conditions désormais imposées. Le souscripteur de ces fonds en Euros « nouvelle formule » devra dès lors tenter de mieux anticiper ses futurs besoins en trésorerie s'il veut être certain de récupérer l'intégralité de ses fonds.
- > Le rendement des fonds en Euros étant une décision arbitraire, il continuera de dépendre du « bon vouloir » et des intérêts commerciaux de l'assureur : il baissera donc en moyenne encore, et probablement même significativement en 2019 !
- > La part des UC étant vouée à augmenter significativement, la versatilité des capitaux



placés en assurance-vie sera alors plus forte qu'auparavant, ce qui pourrait inciter les épargnants à analyser l'opportunité d'investir sur des produits financiers alternatifs (Plan Épargne Retraite...).

- > À noter que le souscripteur se verra probablement offrir la possibilité d'allouer les capitaux qu'il aurait souhaité verser sur le fonds en Euros sur des UC ayant une structure comportementale assez proche de celles des fonds en Euros, mais ne bénéficiant en revanche plus de la garantie des capitaux attachée ou du lissage de la PPB.
- > Dans tous les cas, ces fonds en Euros « nouvelle formule » opèreront mécaniquement un transfert partiel de risque de l'assureur vers le souscripteur, ce qui signifie que la rémunération de l'assureur, qui intégrait notamment le service de garantir l'intégrité du capital confié, sera moins légitime qu'auparavant. Pour toujours justifier de sa rémunération, l'accompagnement du souscripteur dans la gestion du risque additionnel deviendra déterminant.
- > De même, il pourrait être désormais plus difficile pour les assureurs de plaider encore la non-transférabilité des contrats d'assurance-vie entre deux assureurs. En effet, parmi les arguments avancés jusqu'alors auprès du régulateur, se tenait en bonne place le poids des fonds en Euros. Si les UC prennent de plus en plus le relais, il sera difficile d'empêcher les souscripteurs de bénéficier désormais à plein des avantages d'une véritable concurrence. Une forte dynamique commerciale est donc à prévoir, chaque assureur cherchant logiquement à préserver ses actifs et à attirer à lui des capitaux désormais plus mobiles !

À titre d'exemple, et afin d'illustrer la philosophie des mesures qui seraient éventuellement généralisées, voici une vue simplifiée des dispositions qu'AXA envisage de mettre en place sur ses contrats d'assurance-vie :

Taux d'UC	Bonification du taux versé
Minimum 30% d'UC	Aucun bonus sur 2019-2020
Minimum 40% d'UC	+0,20% de bonus sur 2019-2020
Minimum 50% d'UC	+0,25% de bonus sur 2019-2020
Minimum 60% d'UC	+0,37% de bonus sur 2019-2020

Sources : AXA, WeSave

Chaque assureur adoptera en fin de compte l'offre commerciale lui permettant de réaliser des bénéfices, tout en limitant les risques de mise en péril de ses fonds propres. À l'évidence, la prochaine génération de fonds en Euros s'apparentera à la philosophie des fonds Euro-croissance, qui ont pourtant connu jusqu'à présent un accueil très mitigé auprès des épargnants ! Pour compliquer les choses, l'actuel contexte géopolitique, économique et financier n'est, hélas, pas le plus opportun pour inciter les épargnants à se porter plus significativement sur les UC.

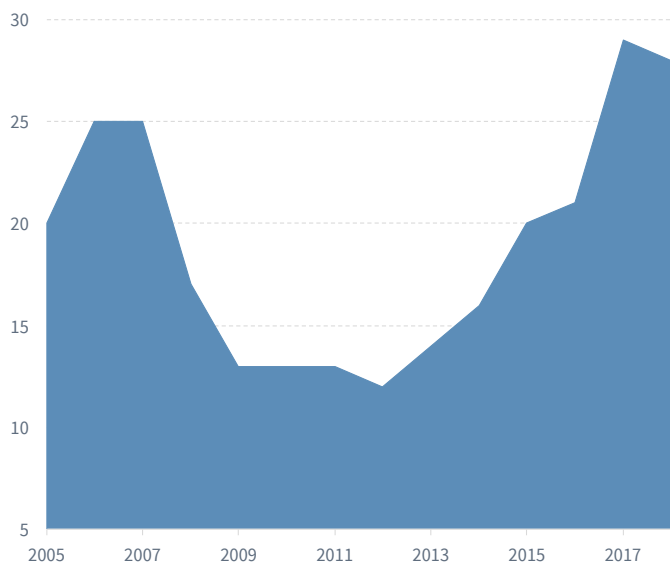
Les offres commerciales de WeSave sont-elles alors amenées à évoluer ?

WeSave a précisément été édifié dans l'anticipation de la persistance de la baisse des rendements des fonds en Euros. Le corollaire de cette réflexion était que les épargnants se porteraient nécessairement toujours plus vers les UC, impliquant une prise de risque additionnelle qu'il faudrait accompagner.

“ Les fonds en Euros ne sont pas morts, mais ils perdent à l'évidence de leur attrait. Au sein de l'assurance-vie, l'inéluctable report progressif vers les UC nécessite une plus grande vigilance quant aux risques pris et à leur gestion sur la durée. ”



% d'UC au sein de l'assurance-vie



Sources : Fédération Française de l'Assurance, WeSave

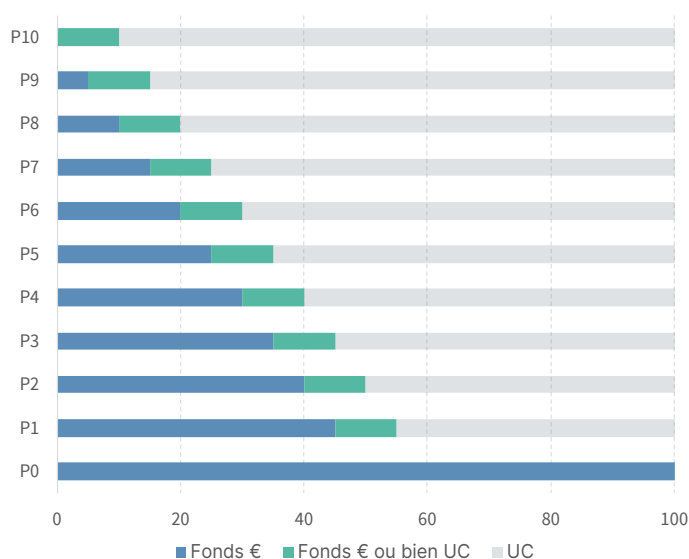
Comment décider d'investir ou non sur des actifs financiers à l'étranger, et faut-il prendre le risque de devise qui y est souvent attaché ? Quand doit-on privilégier les actions ou les obligations ? Quel est le risque de défaut de tel ou tel émetteur d'obligations ? Faut-il intégrer des matières premières dans les allocations ? Certains secteurs doivent-ils être privilégiés par rapport à d'autres, et cela dans quelle phase du cycle économique ? Quel poids accorder à chaque actif financier ? Comment se comportent les actifs entre eux ? Comment simuler des situations de stress financiers extrêmes, afin d'en anticiper les impacts potentiels sur les actifs détenus, et ce stress hypothétique resterait-il soutenable ? Les valorisations absolues ou relatives sont-elles attractives ? Quels fonds permettront-ils de mettre en œuvre, à faible frais, les hypothèses d'allocation finalement retenues ? Quand et à quel rythme faut-il modifier à nouveau la structure de l'allocation ?

Toutes ces questions, et bien d'autres encore, doivent trouver des réponses lorsque l'on souhaite faire correspondre ses investissements avec ses projets, tout en les rendant compatibles avec son appétence au risque. C'est cet accompagnement, et cela dans la plus grande transparence possible, que nous avons voulu proposer.

Les fonds en Euros ne sont pas morts, mais ils perdent

à l'évidence de leur attrait. Au sein de l'assurance-vie, l'inéluctable report progressif vers les UC nécessite une plus grande vigilance quant aux risques pris et à leur gestion sur la durée. Dans l'hypothèse où il serait nécessaire d'avoir au moins 60% d'UC afin de bénéficier de la garantie en capital sur la partie allouée aux fonds en Euros (nous citons ce pourcentage car c'est celui mentionné par certains assureurs), notre offre existante est déjà assez bien calibrée puisque dès notre profil de risque 4 (« Équilibré 2 »), ces 60% d'UC sont systématiquement assurés en permanence. Notre offre la « moins-disante » en termes d'UC sur notre profil 1 (« Défensif 1 ») intègre pour sa part un plancher constant de 45% d'UC.

Règles de répartition Fonds € ou UC dans la gestion sous mandat de WeSave



Sources : WeSave

Pour rappel, les contrats d'assurance-vie de WeSave ont ceci de spécifique par rapport à ceux de la plupart de nos concurrents que notre offre s'appuie sur des contrats individuels et non collectifs. Autrement dit, les termes du contrat ne peuvent être modifiés sans l'accord du client et par la présence d'un avenant qu'il ratifie ou non. Dans l'actuel contexte, où les assureurs sont tentés de passer en force certaines modifications structurantes, cela nous semble être un utile gage de sécurité, l'assurance-vie étant un placement de long-terme.



La baisse structurelle des rendements obligataires nous a aussi conduits à proposer à nos clients une offre de diversification de leur épargne au travers d'investissements dans l'immobilier-papier, les fameuses Sociétés Civiles de Placements Immobiliers (SCPI). Bien que ne bénéficiant pas de tous les avantages offerts par les fonds en Euros, les SCPI sont toutefois souvent un complément constructif aux fonds en Euros. C'est pourquoi nombreux sont nos clients ayant décidé d'accoler des SCPI à notre gestion d'assurance-vie.

Afin d'aider les épargnants à évaluer la pertinence de notre gestion, mais aussi pour leur permettre d'analyser en toute objectivité les forces et faiblesses de celles de nos confrères, nous offrons un libre accès à WeSave Conseil, notre outil d'agrégation patrimoniale « augmentée », permettant de connecter sur une même interface l'ensemble de son patrimoine financier (plus de 140 banques et courtiers disponibles) et immobilier, afin :

- > de visualiser l'historique et l'état actuel des placements dans le moindre détail,
- > d'analyser la performance, les risques et les frais de l'épargne et de sa composition,
- > de bénéficier de recommandations et de conseils personnalisés pour améliorer ses investissements.

Bien entendu, ces divers outils digitaux contribuent à affiner et à rendre plus pertinent encore l'accompagnement personnalisé que nos conseillers financiers dispensent chaque jour.



Macro-économie

- > Le taux d'épargne est la part des revenus des ménages qui n'est pas consommée, mais qui est thésaurisée.

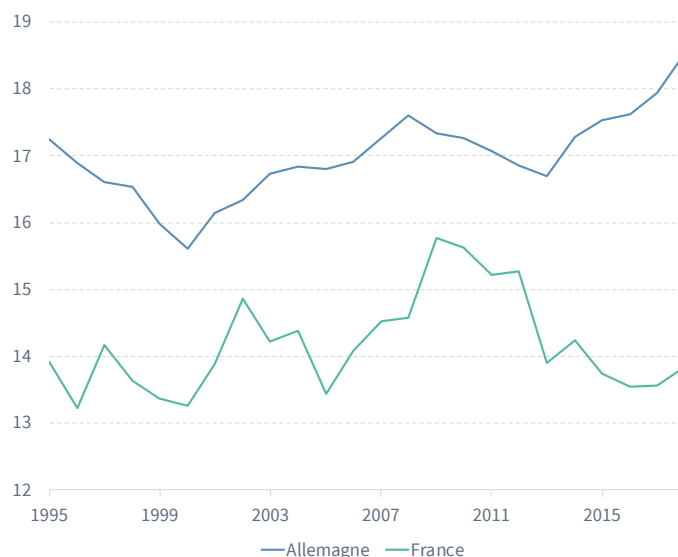
Conséquence pour les portefeuilles

Les tensions commerciales internationales pèsent surtout sur l'Allemagne, très dépendante de son commerce extérieur, d'où son surcroît d'épargne de précaution conjoncturel. Enfin, l'épargnant allemand subit de plein fouet l'effet des rendements obligataires négatifs. En effet, le pays dégagent d'importants excédents commerciaux et budgétaires, il a moins besoin d'émettre de dette souveraine, intensifiant l'attrait relatif du Bund allemand, et pénalisant d'autant son rendement. En compensation, les Allemands doivent effectuer un supplément d'épargne. Au-delà d'aspects « culturels », l'écartement des taux d'épargne français et allemands se justifie, tout comme l'hyper-sensibilité de l'Allemagne à la politique monétaire accommodante de la BCE.

- > Depuis 1995, jamais la différence de taux d'épargne n'avait été aussi forte entre l'Allemagne et la France (4,69%, pour une différence en moyenne de 2,80%).



Taux d'épargne (en %)



Sources : Eurostat, WeSave

Marchés financiers

- > Wework est une société dont le modèle économique repose sur la location de biens immobiliers professionnels sur le long terme, sous-loués à court terme à des entreprises : c'est donc une foncière de bureaux, spécialisée dans le « co - working ».

- > La société, non cotée en bourse, qui a procédé début 2019 à une levée de capitaux privés la valorisant à 47Mds \$, vient d'échouer à se faire coter en bourse, et a finalement été sauvée en urgence pour une nouvelle valorisation autour de 8Mds \$.

Conséquence pour les portefeuilles

Le cas de Wework rappelle les déboires des entreprises technologiques en 2000 qui, en dépit de pertes financières importantes, séduisaient les investisseurs par des concepts innovants ou de rupture, jusqu'à ce que les cycles économique et financier les rattrapent. Beaucoup d'entreprises privilégient aujourd'hui des financements en dehors de la bourse, les investisseurs privés (private equity) permettant d'obtenir des valorisations généreuses grâce aux effets de levier financier de l'emprunt. L'échec de cette introduction en bourse et l'effondrement de sa valorisation appellent à trois remarques : la liquidité offerte par la bourse a un prix à payer, la transparence de valorisation y est meilleure puisque tous les types d'investisseurs s'y côtoient, et les effets de levier financier sont plus étroitement mesurés du fait d'obligations de publications de résultats fréquentes et détaillées. Au travers des ETF, nos allocations évitent les aléas attachés à ces choix de valeurs spécifiques.



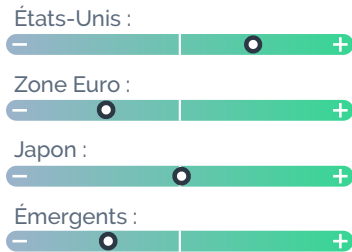
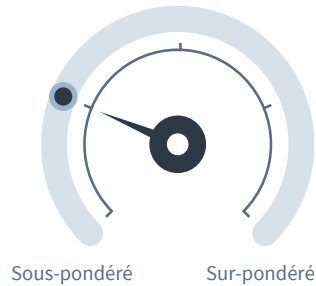
Évolution du prix de l'obligation Wework, de coupon 7,875% et d'échéance mai 2025



Sources : Bloomberg, WeSave

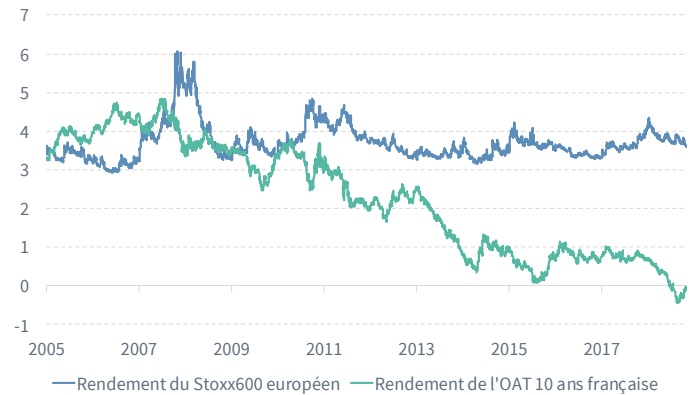


Actions



En octobre, après un fugitif recul en début de mois, les actions ont repris leur progression graduelle, certains indices affichant même de nouveaux plus hauts historiques. Les résultats d'entreprises sont généralement meilleurs que ne l'attendait le consensus mais, en moyenne, il y a toutefois désormais une stagnation des résultats, et même une régression pour les secteurs industriels. La persistance de la hausse est donc plutôt attribuable à la confirmation de politiques monétaires accommodantes par les banques

Rendements comparés des actions et des obligations (en %)

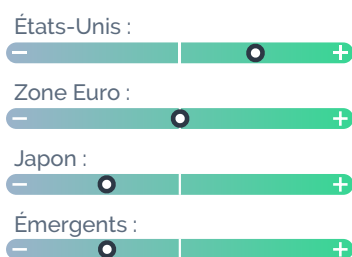
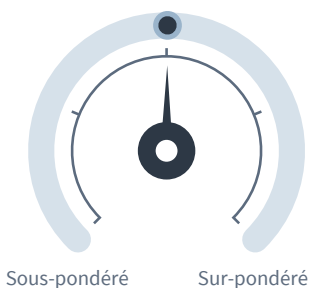


Sources : Bloomberg, WeSave

centrales, et par moins de stress géopolitiques extrêmes. Ainsi, même si le Brexit interviendra certainement, il ne s'agira pas d'une sortie brutale. De même, les autorités chinoises et américaines devraient finaliser un premier niveau d'accords commerciaux, sans toutefois apaiser l'intégralité de leurs différends. Au vu de ce contexte, les actions semblent être surtout un investissement « par défaut », c'est pourquoi nous maintenons notre sous-pondération.

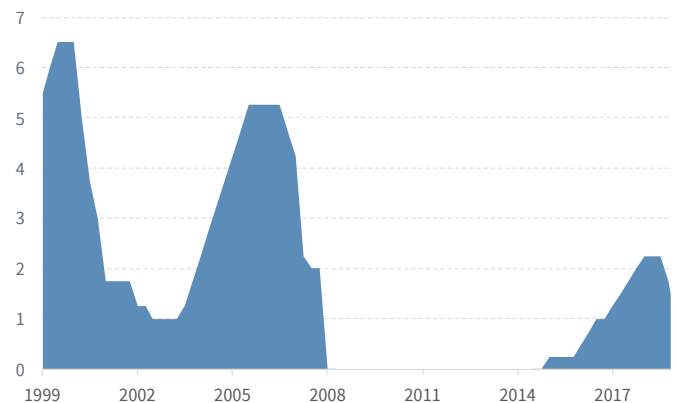


Obligations souveraines



En octobre, la BCE et la FED ont conforté leurs politiques monétaires accommodantes, la FED baissant même de 25 points de base ses taux directeurs. Pourtant, paradoxalement, les rendements des obligations souveraines n'ont cessé de se tendre graduellement. À l'évidence, les politiques monétaires ont moins d'influence actuellement sur les allocations d'actifs des investisseurs. Les obligations avaient profité de craintes, finalement exagérées, de risques géopolitiques : le Brexit ne sera

Taux directeur de la Banque Centrale américaine (en %)

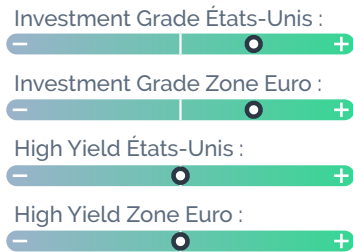
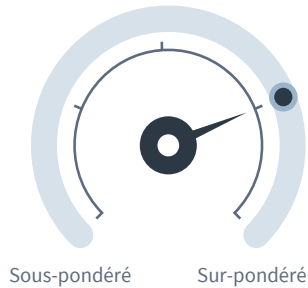


Sources : Bloomberg, WeSave

pas brutal, mais coordonné, et les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis diminuent, sans pour autant que les barrières douanières imposées précédemment ne soient levées. La faible visibilité économique et géostratégique actuelle, mais aussi l'absence de tensions inflationnistes, devraient encourager les banques centrales à rester généreuses. Faute de rendements satisfaisants, nous maintenons notre sous-pondération à l'égard des obligations d'États.



Obligations d'entreprises



Le différentiel de rendement entre les obligations d'entreprises fragiles (« High Yield ») et celui des entreprises solides (« Investment Grade ») est souvent un indicateur instructif quant aux évolutions de perception des risques ou anticipations des cycles économiques par les investisseurs. Sans être spectaculaire par rapport à la moyenne des dernières années, cet indicateur montre que les investisseurs s'inquiètent un peu plus de l'évolution du cycle économique, notamment pour les groupes

Différence de rendement entre les obligations d'entreprises «High Yield» et «Investment Grade» US

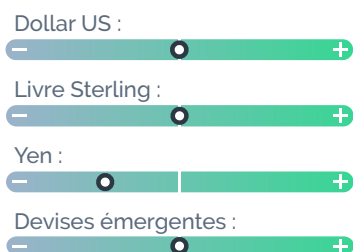
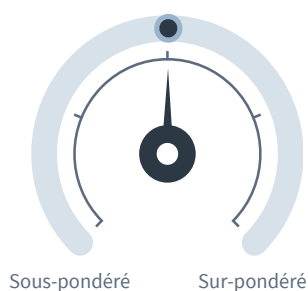


Sources : Bloomberg, WeSave

industriels les plus affectés par les tensions commerciales sino-américaines. Qui plus est, la récente faillite de Thomas Cook, ou encore l'effondrement de valorisation de Wework, sont autant d'alertes quant à certaines créances douteuses. Enfin, la moindre liquidité boursière des obligations d'entreprises justifie certains dégagements de précaution avant la fin d'année. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises mais sous-pondérés sur les obligations « High Yield ».

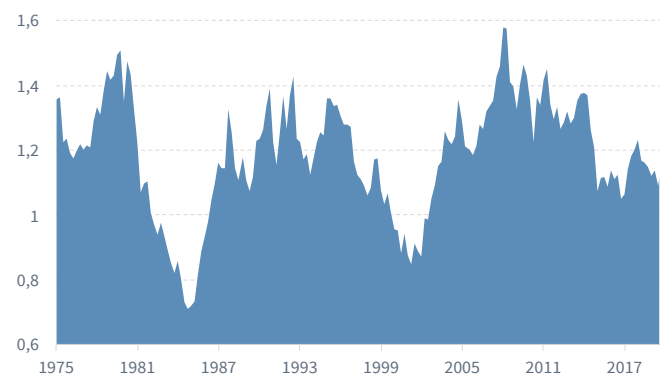


Devises



Les économies de la plupart des pays ralentissent aujourd'hui, et cela de façon synchronisée. Ceci est la principale différence par rapport à l'an dernier et c'est pourquoi, désormais, presque toutes les banques centrales remettent en place des politiques monétaires accommodantes. L'ampleur des marges de manœuvres respectives des banques centrales contribue alors à jouer sur les anticipations de changes : plus les baisses de taux peuvent être significatives, plus la devise

Historique de l'évolution de l'€-\$

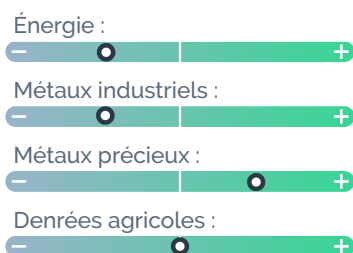
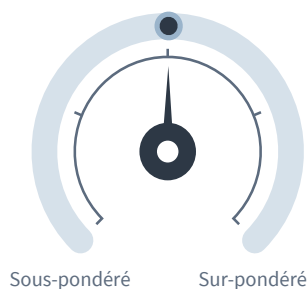


Sources : Bloomberg, WeSave

risque de s'affaiblir. La FED américaine ayant les moyens de baisser bien plus fortement ses taux directeurs que ne le peut la BCE, l'Euro pourrait alors paradoxalement s'apprécier en relatif face au Dollar, ce qui nuirait à la compétitivité des entreprises de la zone. La question de l'évolution des parités entre devises aura une forte importance durant les prochains mois, les investisseurs devant être particulièrement vigilants quant aux impacts des devises sur leurs investissements.

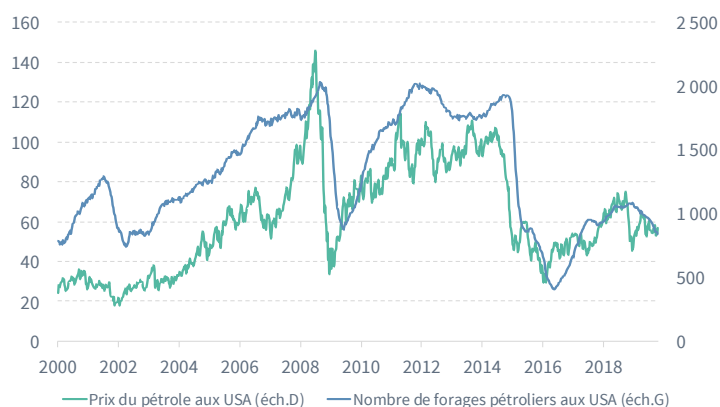


Matières premières



En dépit de signaux d'apaisement du côté du Brexit et des tensions commerciales internationales, les prix du pétrole et des métaux industriels ont stagné ou décliné en octobre. Ceci s'explique par le fait que, bien que les scénarios de crises « extrêmes » soient contenus, l'actuel tassement industriel mondial manifeste des signes croissants de contagion aux activités de services. La prudence des entreprises et des investisseurs à l'égard de ces deux classes d'actifs semble donc justifiée. Il sera particulièrement intéressant de suivre

Forages pétroliers et prix du pétrole aux USA

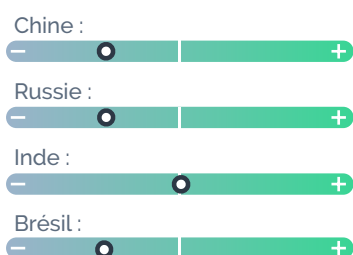
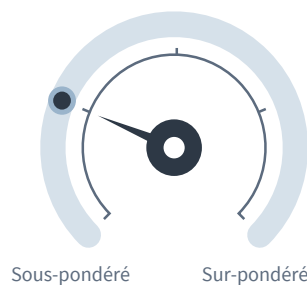


Sources : Bloomberg, WeSave

début novembre l'introduction en bourse de la compagnie pétrolière Aramco, car ce sera un test important quant à l'appétit des investisseurs pour les actifs pétroliers. En dépit d'une remontée des rendements obligataires, l'or s'est apprécié en octobre, signe de la recherche persistante de diversification financière des investisseurs. Nous conservons une allocation neutre sur les matières premières, sauf sur l'or qui justifie d'une surpondération tactique.

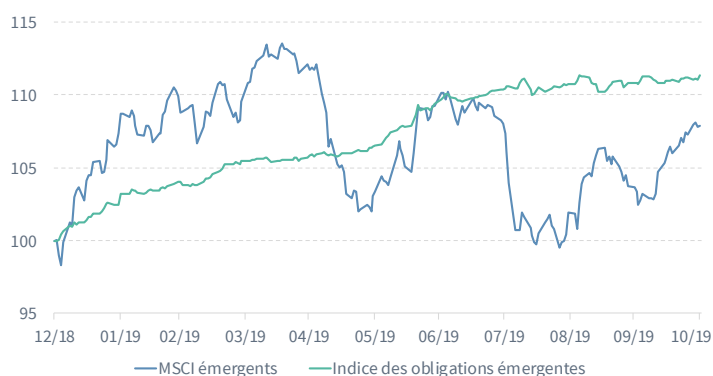


Émergents



En 2019, en dépit de l'appétit pour le risque des investisseurs, la performance des actions émergentes reste très en retrait de celle des principaux indices des zones développées. Cette performance est même significativement inférieure à celle des obligations de ces mêmes pays émergents. Ceci peut d'abord s'expliquer par les conséquences très difficiles à mesurer de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis. Ensuite, les révoltes sociales se multiplient aujourd'hui, notamment dans les pays d'Amérique du Sud

Performances des actions et obligations émergentes (Base 100 = 31/12/18)

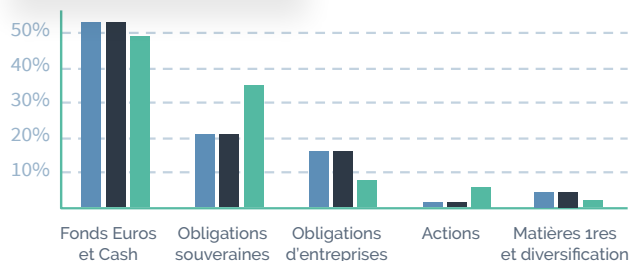
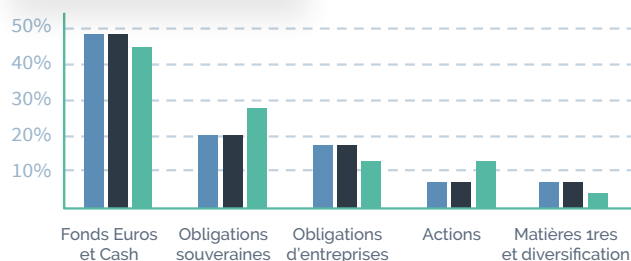
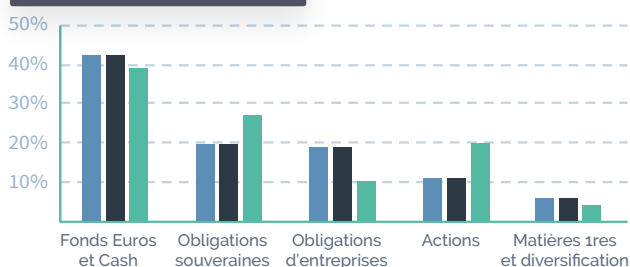
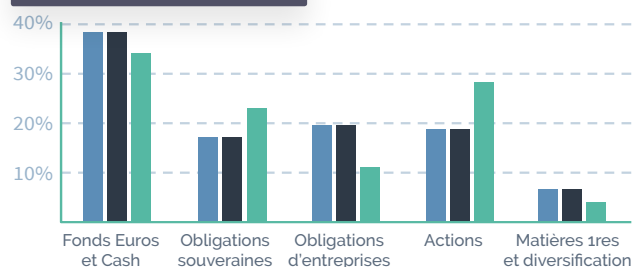
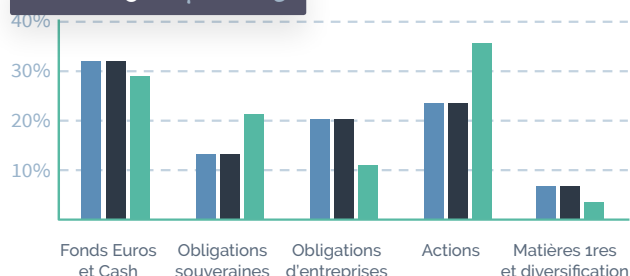
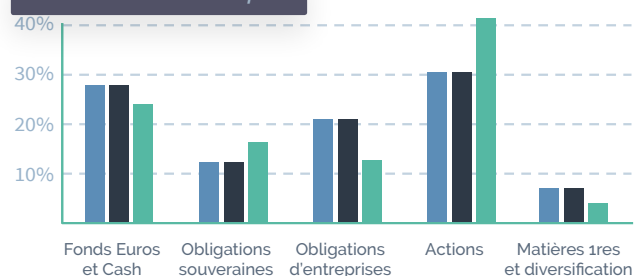
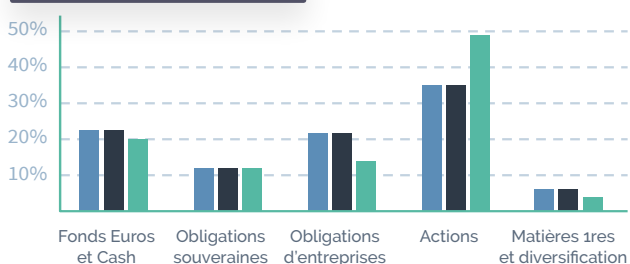
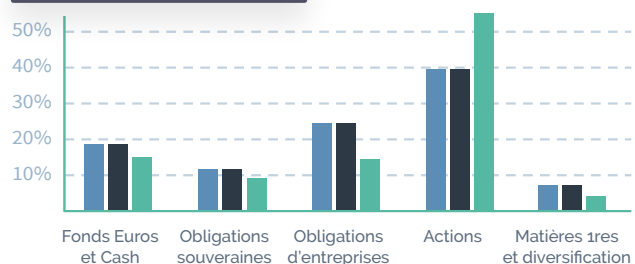
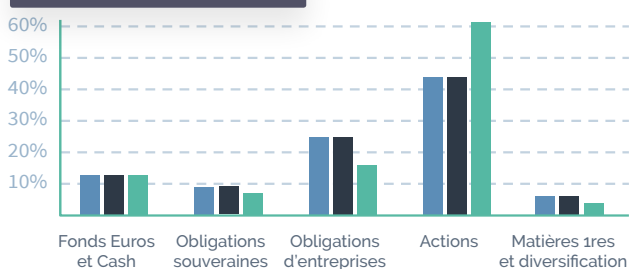
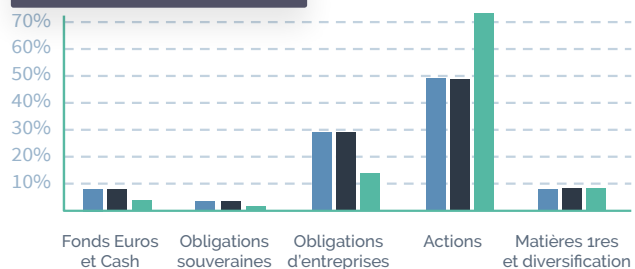


Sources : Bloomberg, WeSave

ou d'Amérique Centrale, incitant à la méfiance. À l'évidence les investisseurs préfèrent donc privilégier les obligations des pays émergents puisque, à moins que l'émetteur ne fasse défaut, ils recouvreront leur capital et se verront servir un rendement en moyenne autour de 5%, ce qui est très attrayant aujourd'hui. Nous préférons rester sous-pondérés sur les actifs émergents, notamment par manque de visibilité quant au cycle économique.

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

Nov 2019 Oct 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'Allemagne terre d'accueil ?

En complément du point marché, Thibault Goullioud, responsable du pôle patrimonial de WeSave, décrypte les principales nouvelles du secteur de la gestion de patrimoine.

La SCPI, dont le but premier était de faciliter l'accès pour les particuliers au marché immobilier professionnel, a connu de nombreuses évolutions depuis sa création dans les années 70, tant en termes juridiques (capital fixe ou capital variable) qu'en termes d'allocations d'actifs (bureaux, commerces, résidentiel, défiscalisation, etc).

Nous allons voir dans cet article pourquoi de nombreuses maisons de gestion ne se cantonnent plus à la France pour investir et vont chercher des biens immobiliers en Europe et plus particulièrement en Allemagne.

Le marché immobilier allemand présente un vrai potentiel de plus-value grâce à son prix au mètre carré moyen inférieur à celui de la France.

De plus, l'investissement Outre-Rhin offre un réel avantage fiscal pour les résidents français.

■ Pourquoi un tel engouement pour l'immobilier en Allemagne ?

L'Allemagne présente un faible taux de propriétaires, 52 % contre 64 % en France. À titre d'exemple, à Berlin, 80% de la population est locataire. Cela se traduit par une très bonne qualité du marché locatif avec un faible taux d'impayés, de vacance et un bon entretien du parc.

Concernant les prix de l'immobilier, ces derniers varient en moyenne de 5 000 € à 7 000 € le mètre carré pour les grandes villes du « top 7 » : Munich, Berlin, Hambourg, Francfort, Cologne, Stuttgart et Düsseldorf.

Dans la capitale allemande, le mètre carré se situe autour de 5 500 € dans le centre et avoisine 3 700 € pour un quartier résidentiel. Ce critère est pertinent si on le compare avec d'autres villes comme Paris où le prix du mètre carré est en moyenne de 10 000 €. Malgré des prix au mètre carré incomparables au marché parisien, le marché immobilier de nos voisins allemands offre des perspectives de plus-values importantes. En effet, depuis quatre ans, les prix berlinois ont augmenté de 8 à 10 % par an.

De plus, l'environnement économique allemand, aux bases solides, en fait la première économie européenne et quatrième mondiale avec un pouvoir



d'achat moyen par habitant assez élevé. Ce dynamisme de la consommation allemande bénéficie au secteur immobilier de type « commerce ».

Novapierre Allemagne 2, une politique d'investissement bien rodée

Depuis 1991, la société PAREF GESTION s'impose comme l'un des experts en gestion de placements & fonds immobiliers. Forte de son expérience sur le marché très concurrentiel de la SCPI, PAREF vient de lancer une nouvelle SCPI sur le marché, son nom : NOVAPIERRE ALLEMAGNE 2. Cette SCPI succède à sa grande sœur « Novapierre Allemagne » qui a atteint son maximum statutaire de collecte avec 5 milliards d'euros de capitalisation et 7 000 associés.

Sur les mêmes bases que la première édition, NOVAPIERRE ALLEMAGNE 2 vous permet d'investir sur le marché immobilier de commerce allemand, marché inaccessible en investissement direct. En effet, avec un portefeuille diversifié, la « petite sœur » de NOVAPIERRE Allemagne, se compose majoritairement de murs de magasins, de commerces et de centres commerciaux. Ainsi elle s'adapte parfaitement aux habitudes de consommation des ménages allemands.

Pour se démarquer des autres maisons de gestion, PAREF s'associe avec un partenaire de choix « principal real estate Europe » qui gère environ 4,8 mds € d'actifs immobiliers sur toutes les classes d'actifs. Grâce à son expertise, elle sera à même de saisir les opportunités qu'offre le marché.

Zoom sur la fiscalité d'un contribuable français

Les SCPI investies en Allemagne présentent une fiscalité avantageuse pour les résidents français. En effet les revenus locatifs perçus en Allemagne par la SCPI ainsi que les plus-values de cession des immeubles sont imposables en Allemagne.

En vertu de l'article 3 de la Convention bilatérale franco-allemande du 21 juillet 1959, le contribuable

est exonéré de prélèvements sociaux* sur les revenus immobiliers de source allemande (revenus locatifs et plus-values d'acquisition).

Le calcul de l'imposition se décompose de la manière suivante :

- > Le taux d'imposition des revenus en Allemagne est actuellement de 15,825 %. C'est la SCPI qui devra s'acquitter de cet impôt. La distribution de revenus aux associés est donc nette d'impôt allemand.
- > Pour éviter la double imposition du contribuable français, l'impôt français correspondra à la différence entre la Tranche Marginale d'Imposition (TMI)* et le taux moyen d'imposition*.

L'exemple avec la situation de Monsieur JEAN

Données :

- > 1 000 € de revenus locatifs allemands (158,25 € d'impôt allemand payés par la SCPI).
- > 900 € de revenus imposables en France (1 000 € - 100 € de charges).
- > Le taux marginal de M. Jean est de 41% et son taux moyen est de 37%.

Ainsi, M. Jean paiera :

- > $(900 \times 41\%) - (900 \times 37\%) = 369 - 333 = 36 \text{ €}$, soit une imposition globale de 194,25 € (158,25 € d'impôt allemand + 36 € d'impôt français).

À titre de comparaison, pour des revenus de même nature, mais de source française, M. Jean aurait payé :

- > $(900 \times 41\%)$ d'impôt + $(900 \times 17,20\%)$ de prélèvements sociaux, soit une imposition globale de 523,80 €.

Nous retiendrons que l'Allemagne offre de véritables opportunités pour un investissement immobilier, tant en termes de perspective de croissance que de rentabilité.



Lexique :

- > **TMI (Tranche Marginale d'Imposition) :** Le taux qui s'applique à vos revenus situés dans la plus haute tranche (barème ci-dessous), c'est cette dernière Tranche que l'on appelle TMI. Tous les futurs revenus seront basés sur celle-ci ou celle au-dessus. Cette tranche apparaît dans votre avis d'imposition.
- > **Barème progressif de 2019**

Revenu imposable	Revenu imposable
Jusqu'à 9 964 €	0%
De 9 965 € à 27 519 €	14%
De 27 520 € à 73 779 €	30%
De 73 780 € à 156 244 €	41%
Au delà de 156 245 €	45%

- > **Taux Moyen :** Le rapport entre le montant de l'impôt (calculé grâce au barème progressif) et vos revenus imposables. Ce taux apparaît normalement, depuis le 1er janvier sur vos bulletins de salaires.
- > **CSG (Contribution Sociale Généralisée) :** Taxe française en vigueur depuis le 16 novembre 1990 qui contribue au financement de la Sécurité Sociale. Elle est prélevée à la source sur les revenus :
 - D'activité à hauteur de 7,50 %
 - De remplacement à hauteur de 6,20 %
 - De placement à hauteur de 8,20 %
- > **CRDS (Contribution pour le Remboursement de la Dette Sociale) :** Impôt créé en 1996 pour résorber l'endettement de la Sécurité Sociale. Son taux, fixé à 0,5 % et calculé sur 98,25 % du salaire brut, est commun à tous les revenus concernés :

- Revenus d'activité
- De remplacement (de type allocation chômage)
- De placement
- Ainsi que sur la vente d'objets d'art, de bijoux, de métaux, de collections et sur les gains de jeux de hasard

Remarques : Le prélèvement de la CRDS s'effectue à la source lorsqu'elle touche les revenus d'activité et de remplacement.

- > **Convention fiscale bilatérale franco - allemande :** Traité entre la France et l'Allemagne visant à éviter la double imposition des personnes et des entreprises.
- > **Document d'information clé pour l'investisseur :** Le DICI est un document qui donne les informations nécessaires à l'acquéreur pour l'aider à prendre sa décision. Ce document est obligatoire pour chaque produit d'investissement dans le cadre de la réglementation AMF.



Annexe

Les caractéristiques de NOVAPIERRE ALLEMAGNE 2 :

Prix de souscription :	250€
Valeur de retrait :	225€
Minimum de souscription :	10 parts (2 500€)
Délai de jouissance :	Premier jour du cinquième mois
Durée de placement recommandée*	10 ans minimum
Fréquence de distribution de revenu :	Trimestrielle
Commission de souscription :	10% HT, soit 12% TTC (au taux de TVA actuellement en vigueur) du prix de souscription prime démission incluse.
Commission de gestion annuelle :	11% HT (13,2% TTC) du montant des produits locations, des produits accessoires hors taxes encaissées par la société et des produits financiers nets

Sources : Peref Gestion

*Cette SCPI est un support d'investissement de long terme. La durée de placement recommandée est de 10 ans minimum. Avec un indicateur de risque estimé à 3/7 défensif.

Extrait du DICI : Scénarios de performance pour un investissement de 10 000 €

Investissement de 10 000 €	1 an	5 ans	10 ans (période de détention recommandée)
SÉNARIOS			
Scénario de tensions Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts. Rendement annuel moyen	8 639 € -13,61%	8 379 € -3,48%	8 105 € -2,08%
Scénario défavorable Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts. Rendement annuel moyen	9 328 € -6,72%	11 232 € 2,35%	14 336 € 3,67%
Scénario intermédiaire Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts. Rendement annuel moyen	9 458 € -5,42%	11 656 € 3,11%	15 136 € 4,23%
Scénario favorable Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts. Rendement annuel moyen	9 672 € -3,28%	12 199 € 4,06%	16 116 € 4,89%

Sources : Peref Gestion

AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

Au-delà de fonctionnalités d'agrégation financière et immobilière, 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 31 Octobre 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.