

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

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

18 Nos vues tactiques et stratégiques
19 Pour aller plus loin

L'éclairage du gérant avril 2021

Le responsable de l'équipe de gestion

Vincent Lequertier a 25 ans d'expérience en gestion d'actifs. Après une carrière à la banque d'Orsay, il est successivement directeur adjoint actions puis directeur actions. Spécialiste de la gestion allocataire, il devient en Août 2015, le responsable de la gestion allocataire chez WeSave.fr.



Vincent Lequertier
Gérant chez WeSave

Vues de Mars

Concentré sur sa mission consistant à envoyer des images et des mesures scientifiques précises depuis la planète Mars, le robot explorateur Persévérance ne s'est pas rendu compte que c'est en fait sur Terre, sur les marchés financiers, que la pesanteur a brutalement évolué. Alors que le processus de vaccination accélère et que l'espoir d'un retour à la normale devient plus tangible, une forte correction affecte les marchés obligataires depuis le début d'année, et une certaine contagion aux autres actifs semble se manifester. Pourquoi ce brusque changement, faut-il craindre un accès de faiblesse généralisé et prononcé des marchés et, en conséquence, est-il nécessaire d'adopter de nouvelles allocations financières ?

Mars attaque !

Qu'observe-t-on actuellement sur les marchés financiers ?

En absolu, les rendements des divers segments obligataires peuvent toujours sembler dérisoires au vu de leurs historiques de long terme, mais les ajustements en cours sont rapides, et c'est ce qui préoccupe les marchés. En effet, le coronavirus ayant contraint la plupart des agents économiques à s'endetter fortement, la nervosité des investisseurs est vive dès que les taux d'intérêts, autrement dit le coût de la dette, montent. En seulement trois mois, l'ampleur de la remontée des rendements est souvent

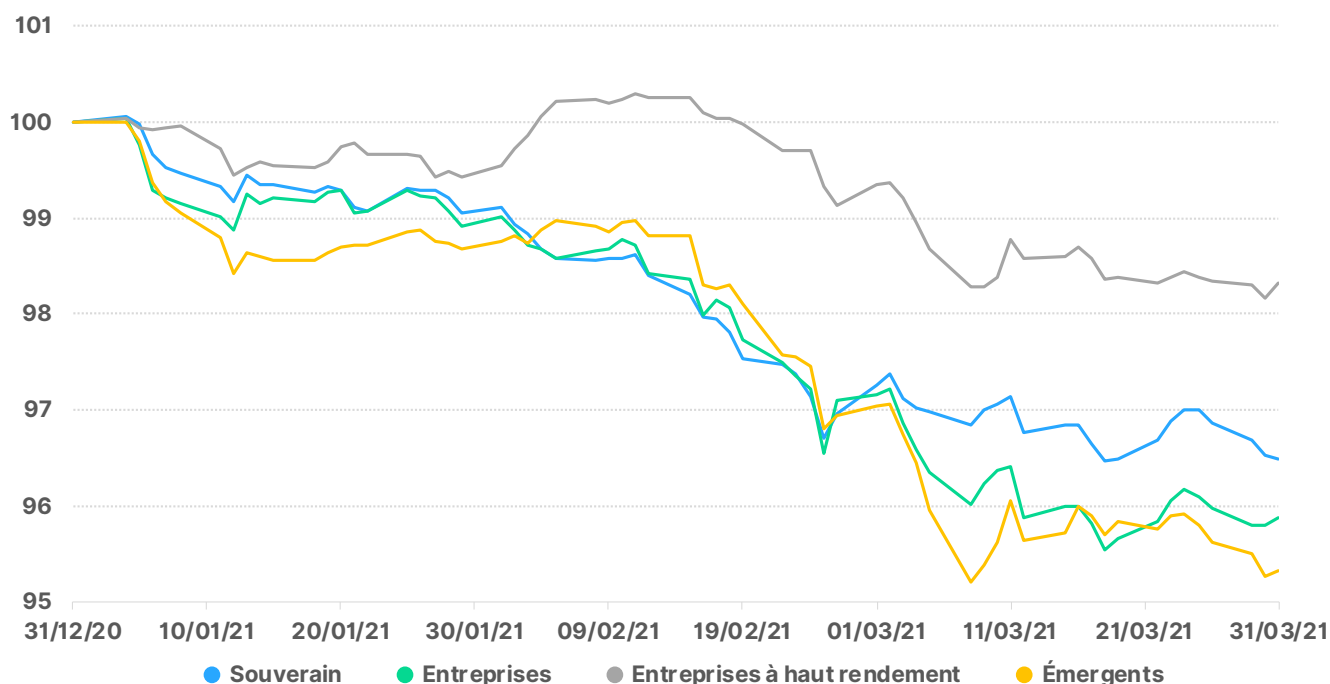
plus importante que celle observée entre le plus bas historique de mars 2020 et la fin de l'année dernière, et cela alors même que l'annonce des vaccins en novembre avait déjà pénalisé les obligations ! Toutes les zones géographiques et tous les segments obligataires décrochent de concert, autrement dit il n'y a pas de havre de paix sur cette classe d'actifs. En termes de performances, les obligations souveraines internationales ont perdu jusqu'à -3,5% en 2021, les obligations émergentes -4,8%, les obligations d'entreprises solides (i.e. « Investment Grade ») -4,5%, et leurs consœurs fragiles (i.e. « High Yield ») -1,8%. En conséquence, l'actif financier réputé être parmi les plus « protecteurs » dans les portefeuilles est désormais celui pesant actuellement fortement sur la performance.

Mais les obligations ne sont pas le seul actif financier manifestant des signes de faiblesse. L'or et les métaux

En seulement trois mois, l'ampleur de la remontée des rendements est souvent plus importante que celle observée entre le plus bas historique de mars 2020 et la fin de l'année dernière, et cela alors même que l'annonce des vaccins en novembre avait déjà pénalisé les obligations ! Toutes les zones géographiques et tous les segments obligataires décrochent de concert, autrement dit il n'y a pas de havre de paix sur cette classe d'actifs.

Performances des indices d'obligations internationales (Base 100 = 31/12/20)

Sources : Bloomberg, WeSave



précieux ont décroché eux aussi respectivement jusqu'à -11,3% et -10,8% depuis le début d'année. Ce mouvement ne pourrait-il pas être alors un simple phénomène de flux financiers transférés des actifs « protecteurs » vers ceux réputés plus « risqués », l'amélioration du contexte sanitaire et économique encourageant ce type d'arbitrage ? Si tel était le cas, pourquoi alors l'emblème des actions que sont les sociétés technologiques américaines (i.e. le Nasdaq) aurait-il lui aussi perdu temporairement jusqu'à -10,9% depuis son sommet annuel, tout comme l'indice des actions chinoises (i.e. le CSI300) décrochant pour sa part de -15,2% ?

Pour compliquer l'analyse, ces baisses sont concomitantes avec de nombreuses hausses spectaculaires et atypiques par rapport à la décennie passée. Ainsi, la surperformance du Dow Jones vis-à-vis du Nasdaq n'a jamais été aussi importante : jusqu'à 8,5% d'écart de performance entre ces deux indices américains en seulement trois mois !

Mais les obligations ne sont pas le seul actif financier manifestant des signes de faiblesse. L'or et les métaux précieux ont décroché eux aussi respectivement jusqu'à -11,3% et -10,8% depuis le début d'année. Ce mouvement ne pourrait-il pas être alors un simple phénomène de flux financiers transférés des actifs « protecteurs » vers ceux réputés plus « risqués », l'amélioration du contexte sanitaire et économique encourageant ce type d'arbitrage ?

Performances comparées du CAC40, du Nasdaq, et du CSI300 (Base 100 = 31/12/20)

Sources : Bloomberg, WeSave

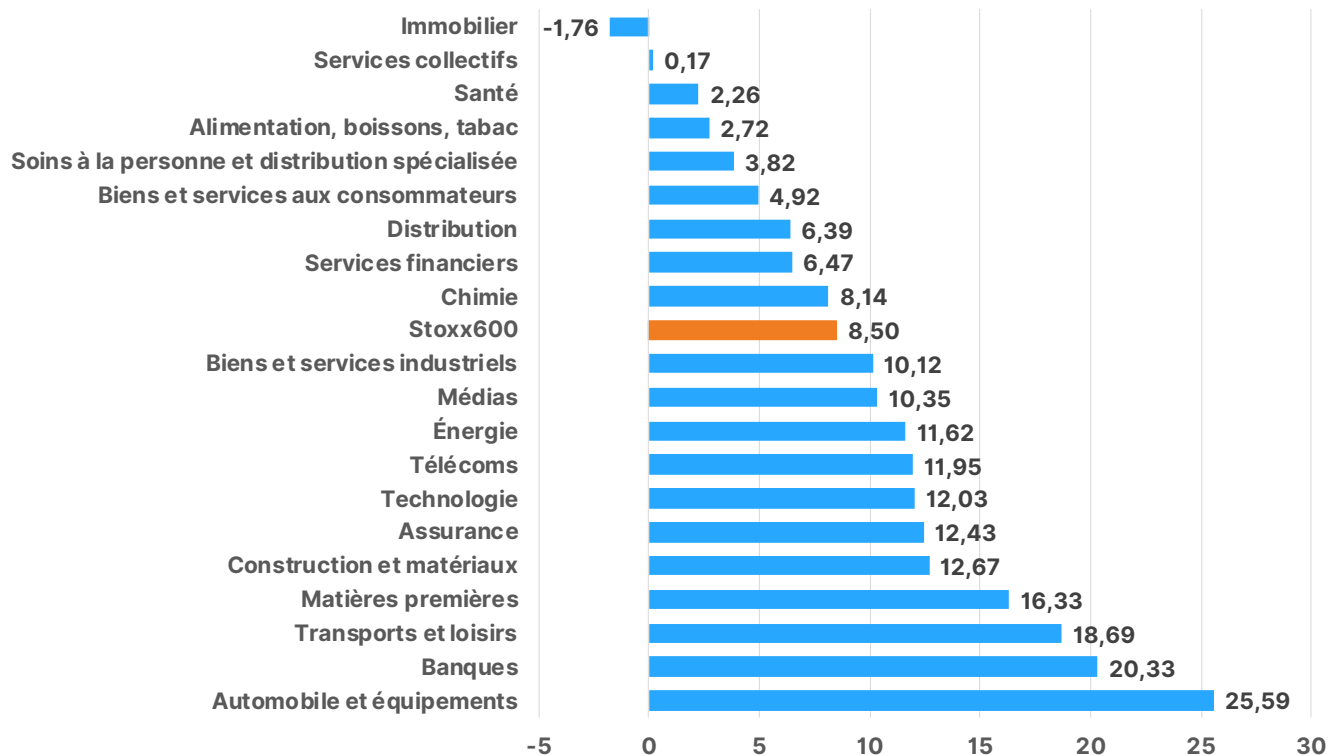


De même, les valeurs européennes réputées décotées (i.e. le style dit « Value ») progressent fortement alors que, dans le même temps, les sociétés de croissance (i.e. le style dit « Growth ») peinent à monter, d'où une surperformance allant jusqu'à 11% depuis le début de l'année. Dans ces conditions, la dispersion de performance entre les secteurs d'activité est particulièrement forte, comme le souligne le tableau ci-joint de l'indice Stoxx600 européen ! Pour ce qui est des matières premières, il faut souligner là aussi l'exceptionnelle progression des prix du pétrole (jusqu'à +35,6% de hausse pour le Brent depuis le début d'année), sachant que les denrées agricoles (+11,8%) ou bien les métaux industriels (+15,9%) n'ont pas démerité non plus ! Enfin, pour être complet, le Dollar surprend lui aussi depuis le début d'année, progressant notamment de +4,3% face à l'Euro, alors que le consensus s'attendait au contraire à la poursuite de son repli entamé l'an passé.

Pour compliquer l'analyse, ces baisses sont concomitantes avec de nombreuses hausses spectaculaires et atypiques par rapport à la décennie passée. Ainsi, la surperformance du Dow Jones vis-à-vis du Nasdaq n'a jamais été aussi importante : jusqu'à 8,5% d'écart de performance entre ces deux indices américains en seulement trois mois !

Performances en 2021 des secteurs du Stoxx600 européen, dividendes réinvestis (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Persévérance sur Mars ?

Quels processus peuvent expliquer des fluctuations boursières aussi paradoxales, et ces mouvements sont-ils extrapolables durant les prochains mois ?

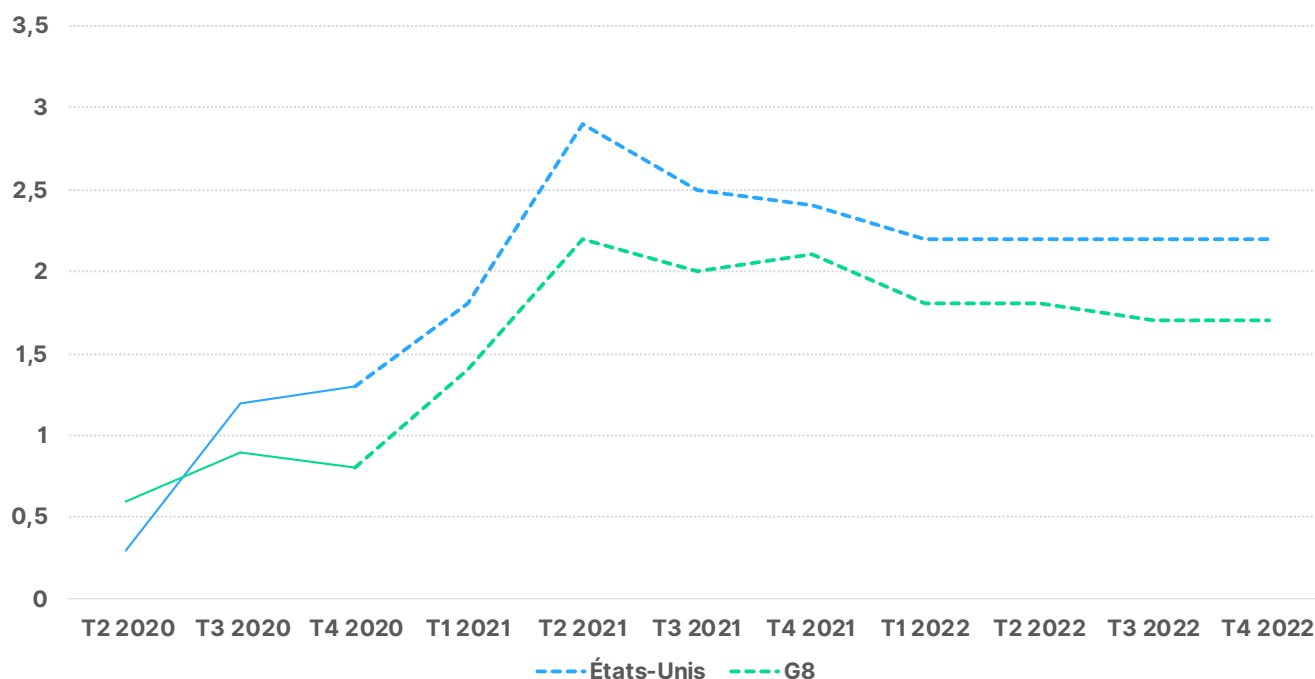
L'évolution plus favorable de la situation sanitaire dans le monde, tout comme l'ampleur historique des soutiens budgétaires d'assistance et de relance, appellent naturellement à une certaine normalisation des rendements obligataires. En effet, toute pièce à son revers, et si la reprise économique attendue doit être très puissante, elle fait simultanément craindre un possible retour de l'inflation. Au-delà de l'inévitable poussée imminente des prix (cf. effets de base jusqu'à cet été, par comparaison avec l'an dernier où les économies étaient confinées), on ne peut exclure

que l'inflation augmente plus structurellement, et cela aurait alors des conséquences importantes. Le premier effet serait de réduire le pouvoir d'achat à terme des créanciers, les incitant à compenser ce risque en exigeant des rendements obligataires bien plus élevés qu'actuellement pour accepter de prêter encore leurs capitaux. La seconde conséquence pourrait être de précipiter la décision des Banques centrales de mettre fin à leurs politiques monétaires extrêmement accommodantes. Dans les deux cas, les conditions de financement seraient moins favorables pour les emprunteurs, pénalisant d'autant la dynamique de la croissance économique future. Cette situation est d'autant plus sensible que les levées de capitaux à venir seront extrêmement importantes, et que les niveaux d'endettement n'ont jamais été aussi élevés dans le monde : 277 000 Mds \$ fin 2020, soit 365% du PIB, selon l'Institute of International Finance !

Ces craintes ou anticipations expliquent largement les actuels flux vendeurs sur les marchés obligataires. Les capitaux ainsi dégagés sont généralement réalloués

Inflation effective et prévisionnelle aux États-Unis et pour le G8 (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave

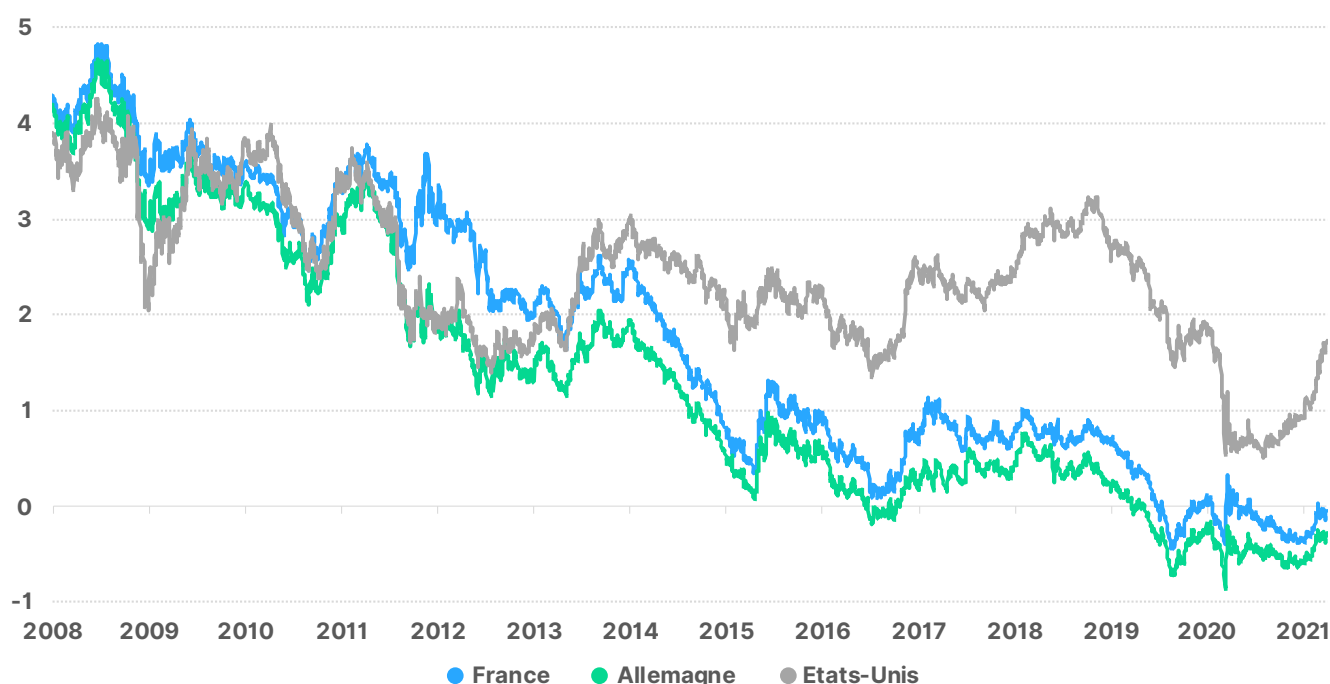


vers des actifs financiers permettant de profiter de la reprise économique attendue, notamment au travers des actions, ou bien encore pour tenter de se protéger de l'inflation potentielle, en s'exposant par exemple à certaines matières premières. L'absence ou l'insuffisance temporaire de contreparties face à ces flux vendeurs d'obligations explique la brutalité de la correction en cours. Afin de relativiser le phénomène, il convient toutefois de rappeler que les rendements nominaux d'avant COVID ne sont toujours pas atteints, et il est probable que, lorsque ce sera le cas, une stabilisation s'opérera sur les marchés obligataires. Ainsi, la zone des 1,90% à 2% de rendement sur les taux à 10 ans américains sera probablement importante, sachant que les États-Unis sont la zone où les craintes de remontée de l'inflation sont actuellement pressantes. Par ailleurs, plus les rendements des obligations montent, plus ils sont susceptibles d'intéresser de nouveau des investisseurs en quête de rendement : il y a donc une

auto-régulation à prévoir des marchés. De plus, les Banques centrales pourraient se résoudre à intervenir plus activement sur les marchés obligataires si elles considéraient que les conditions de financement des agents économiques se détériorent trop fortement par rapport au contexte. Ces interventions additionnelles pourraient par exemple prendre la forme d'achats massifs d'obligations souveraines sur les maturités éloignées (10 ans, voire au-delà) au lieu d'être concentrées sur les échéances les plus courtes : c'est ce que l'on appelle les opérations « Twist » ! Enfin, sauf à douter de la sincérité des projections d'évolution des taux directeurs telles qu'indiquées par les gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (FED), l'hypothèse d'un durcissement monétaire avant 2024 doit en principe être écartée, et ce serait même plus tard encore pour la Banque centrale européenne (BCE), le redémarrage économique de la zone étant plus tardif (cf. campagne de vaccination) et l'ampleur des soutiens financiers moins importants. Les craintes

Rendement des obligations souveraines à 10 ans (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Prévision du niveau futur des taux directeurs américains selon les 18 gouverneurs de la FED

Sources: FED, Bloomberg, WeSave

Cible de taux directeurs	2021	2022	2023	Longterme
0,125	18	14	11	
0,25				
0,375		3	1	
0,5				
0,625		1	1	
0,75				
0,875			3	
1				
1,25			2	
1,375				
1,5				
1,625				
1,75				
1,875				
2				1
2,125				
2,25				4
2,375				1
2,5				8
2,625				
2,75				1
2,875				
3				2
Médiane				

des investisseurs en termes d'inflation devraient s'apaiser une fois le pic d'une année sur l'autre atteint, autrement dit vers mai-juin. Il est donc probable que les rendements obligataires aient eux aussi atteint leur sommet à cette échéance.

Les actions étant le support d'investissement le plus évident pour chercher à profiter de la reprise économique à venir, les flux financiers sont actuellement très favorables pour cette classe d'actifs. Bien évidemment les thématiques cycliques et les

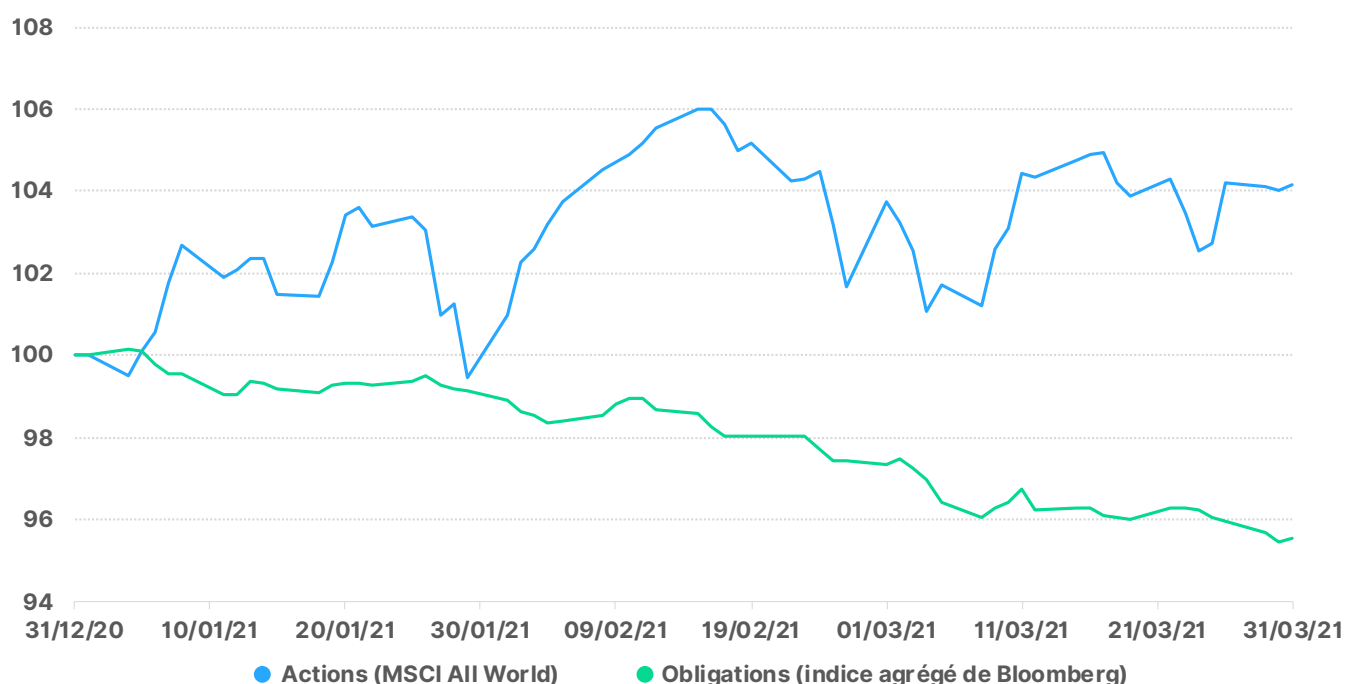
secteurs d'activité les plus susceptibles de bénéficier d'une reprise d'activité après les confinements sont ceux tirant le plus fortement parti de la collecte en cours. Leurs progressions boursières sont d'autant plus spectaculaires que leurs poids indiciels sont généralement modestes et qu'ils avaient fortement décliné l'an dernier : il y a, à l'évidence, des phénomènes d'entonnoir sur certains titres ou secteurs ! Le recul de certains secteurs très endettés ou sensibles à l'évolution des taux d'intérêts s'explique logiquement par l'actuel renchérissement du coût de la dette (cf.

services collectifs, immobilier...). Mais pourquoi alors certains thèmes aux fondamentaux pourtant très solides baissent-ils actuellement, comme c'est par exemple le cas des valeurs technologiques ? Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce phénomène. En premier lieu, les gestions rééquilibrent la structure de leurs portefeuilles, autrement dit elles allègent ce qui avait beaucoup progressé pour se repositionner sur les thématiques mieux orientées ou peu chères. Par ailleurs, les fonds pratiquant l'arbitrage systématique entre secteurs avaient généralement acheté les valeurs technologiques résilientes durant la crise sanitaire et vendu le tourisme, le transport aérien... en face. Aujourd'hui, il faut dénouer ces arbitrages, autrement dit vendre des valeurs technologiques. Enfin, une explication forte tient à l'effet mécanique des remontées de taux d'intérêt sur les valorisations boursières. En effet, pour donner une valeur à une entreprise, on estime ses flux de trésorerie futurs que l'on actualise ensuite, autrement dit on ramène

à aujourd'hui ces flux prévisionnels. Pour procéder à l'actualisation, on utilise les taux d'intérêt au dénominateur du calcul. C'est pourquoi, plus le taux d'intérêt monte, plus le dénominateur grossit, et plus la valorisation baisse en fin de compte. Les valeurs de croissance ayant particulièrement bénéficié en relatif de la baisse tendancielle des taux d'intérêt, il est donc naturel qu'elles soient les premières à souffrir du mouvement inverse aujourd'hui. Cette rotation au sein des actions est-elle durable ? Les publications de résultats trimestriels rappelleront aux investisseurs la spectaculaire capacité des sociétés technologiques, souvent en situation de monopole de fait, à engendrer beaucoup de croissance mais aussi à générer de la trésorerie, d'autant que ces capitaux sont désormais bien mieux rémunérés. À l'inverse, les sociétés fragilisées par le coronavirus devront, à défaut de pouvoir déjà montrer une forte reprise d'activité, tenir des discours crédibles quant aux dynamiques à venir et rassurer sur leur future rentabilité. Si les leaders

Performances des indices d'actions et d'obligations internationales en 2021 (Base 100 = 31/12/20)

Sources : Bloomberg, WeSave

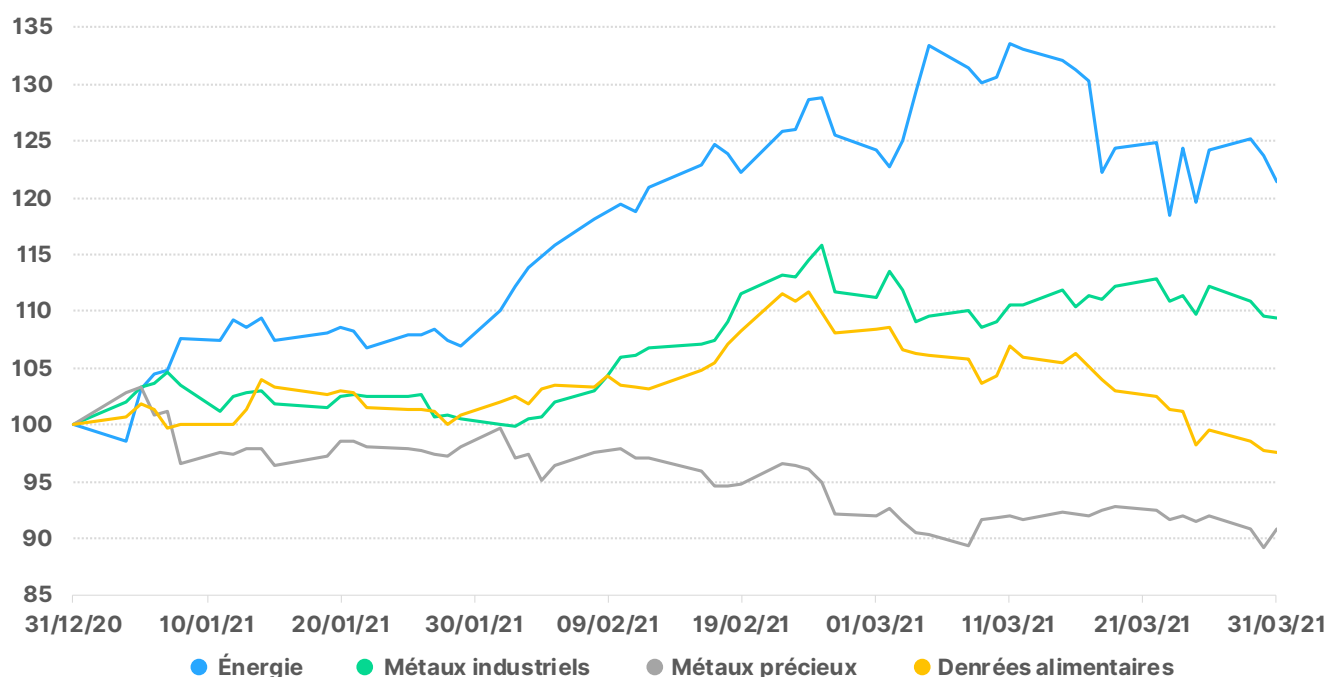


de la technologie sont peu sensibles aux tensions d'inflation par les matières premières, les sociétés industrielles devront, elles, démontrer leur « pricing power » (i.e. la capacité à imposer ses conditions à ses clients et à ses fournisseurs). En effet, beaucoup de ces entreprises sont fragilisées financièrement par cette crise et pourraient devoir emprunter encore des capitaux, voire procéder à des augmentations de capital pour conforter leurs fonds propres. En fin de compte, le paroxysme du stress quant à l'inflation montante devant intervenir à l'approche de l'été, une accalmie devrait donc intervenir d'ici là sur les taux d'intérêt, et la pression relative pesant actuellement sur les valeurs de croissance s'apaiser à cet horizon. À l'exception des métaux précieux, les matières premières sont actuellement très recherchées par les investisseurs. Les achats de matières premières industrielles et énergétiques répondent évidemment à la volonté de s'exposer au cycle économique qui redémarre. Par ailleurs, les matières premières sont réputées être un bon actif pour se protéger des

tensions inflationnistes, contribuant certainement à leur performance favorable. Paradoxalement, ces achats par les investisseurs pourraient eux-mêmes entretenir les craintes d'une inflation future par les matières premières, justifiant d'autant plus l'intérêt de s'y exposer temporairement ! À mesure que les prix des matières premières montent, certaines unités de production ou de transformation sont remises en marche, permettant d'assurer progressivement un meilleur équilibre entre la demande et l'offre, quand cette dernière n'est pas délibérément faussée, comme c'est le cas par l'OPEP avec le pétrole ! Pour ce qui est des denrées agricoles, la situation est actuellement très complexe entre les conséquences du phénomène climatique de la Niña, mais aussi le fait que certains pays conservent par précaution plus de stocks qu'il ne serait a priori nécessaire, et enfin parce que le transport des denrées est actuellement compliqué par des pénuries ou mauvaises affectations des navires de transport à travers le monde. Si l'or et les métaux précieux perdent un peu de leur lustre depuis quelques

Performance des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/20)

Sources : Bloomberg, WeSave



mois, c'est à la fois parce que les investisseurs délaissent les actifs réputés « refuge », mais aussi car la forte hausse des rendements des obligations incite les investisseurs à se porter de nouveau sur cet actif qui, lui, sert régulièrement un coupon, alors que ce n'est pas le cas de l'or.

Un coup de barre, Mars, et ça repart ?

Que peut-on éventuellement attendre d'ici à l'été ?

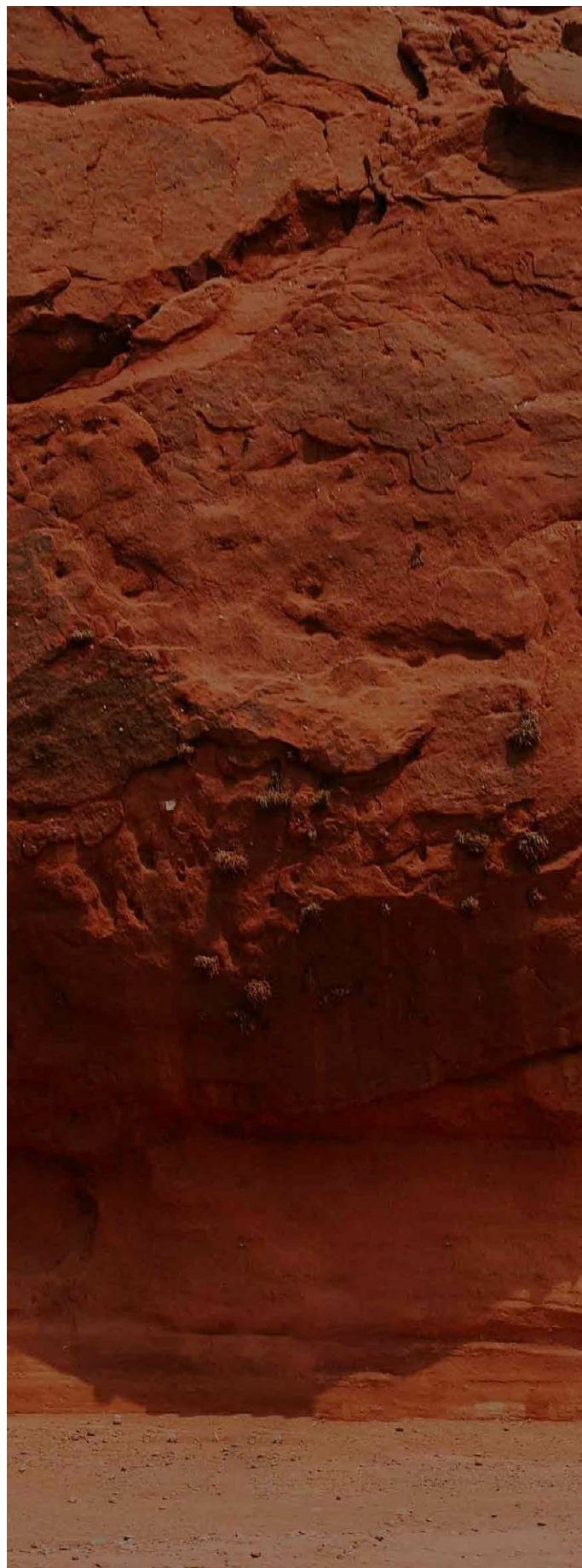
Le contexte général reste celui d'une mise en surchauffe de l'économie américaine. Si l'on cumule les soutiens budgétaires déjà votés par les deux administrations Trump et Biden, c'est 1/4 du PIB américain qui aura été injecté (i.e. 4800 Mds \$), et cela ne tient même pas compte du plan de relance par les infrastructures à venir, pouvant avoisiner à lui seul les 12% du PIB (i.e. 2250 Mds \$) ! La FED a décidé pour l'instant de laisser les forces de marché s'exprimer, mais la vitesse de remontée des rendements obligataires la met nécessairement mal à l'aise, et son seuil de tolérance pourrait être la zone symbolique des 2% sur le 10 ans américain. Les États-Unis ne pouvant répondre par eux-mêmes à l'explosion attendue de la consommation nationale (cf. épargne des ménages historiquement élevée du fait des chèques versés par l'État), bien des pays dans le monde bénéficieront de retombées économiques favorables au travers de leurs exportations. Il faut toutefois s'attendre à ce que les intensités de reprise économique soient très inégales selon les zones, mais aussi à des rythmes très variables car tributaires des vaccinations et des réouvertures économiques. De ce point de vue, bien des pays émergents risquent de mettre du temps avant de rouvrir complètement, pouvant poser des problèmes de fluidité aux circuits de production et aux échanges commerciaux internationaux. En Europe, la BCE agira si nécessaire pour s'assurer que le coût d'emprunt

reste très bas, la zone ne pouvant se permettre de voir ses rendements obligataires remonter fortement alors que sa croissance économique sera bien plus modeste que celle des États-Unis. Les récentes complications sanitaires rencontrées par l'Union européenne pourraient justifier d'augmenter la taille du pot commun de 750 Mds € voté l'été dernier, celui-ci étant désormais manifestement sous-dimensionné, ce que la BCE encourage d'ailleurs de ses vœux ! De son côté, la Chine semble vouloir plutôt profiter de la forte croissance mondiale pour faire le ménage dans les bilans de ses banques, réduisant notamment le nombre d'entreprises assistées indûment par les provinces et par l'État, et elle cherche à resserrer son emprise sur les leaders de la technologie du pays (i.e. Baidu, Alibaba, Tencent, Xiaomi...). Il faut souligner enfin que certains pays émergents se débattent d'ores et déjà difficilement contre l'inflation, notamment du fait de la faiblesse de leurs devises et de l'envol des prix des matières premières, d'où des remontées de taux directeurs délicates à adopter car celles-ci réduisent la croissance économique future.

Il faut toutefois s'attendre à ce que les intensités de reprise économique soient très inégales selon les zones, mais aussi à des rythmes très variables car tributaires des vaccinations et des réouvertures économiques. De ce point de vue, bien des pays émergents risquent de mettre du temps avant de rouvrir complètement, pouvant poser des problèmes de fluidité aux circuits de production et aux échanges commerciaux internationaux.

Pour ce qui est de la bourse, la nervosité des investisseurs devrait rester forte jusqu'à cet été puisque le pic d'inflation n'est pas encore atteint et que les marchés obligataires s'en inquiètent encore. Des accès de volatilité et des retournements soudains pourraient donc être fréquents.

Le plus ennuyeux est que les corrélations sont actuellement fortes entre les diverses classes d'actifs, et qu'il est donc difficile de trouver des actifs permettant d'amortir les chocs. Les investisseurs dynamiques y verront des opportunités à saisir, mais il faudra surtout savoir garder une certaine distanciation durant ces corrections boursières. Les performances réalisées depuis un an sont certes très spectaculaires, et la tentation est alors forte de prendre des bénéfices, mais il faut bien réaliser que nous sommes seulement au début d'un important cycle économique, les soutiens budgétaires et monétaires étant voués à alimenter durablement la croissance. La remontée des rendements obligataires devrait bientôt trouver un pic, les Banques centrales ne pouvant avoir engagé autant de capitaux et laisser les marchés financiers interrompre la reprise économique en cours par des excès spéculatifs. Les épargnants peuvent donc espérer retrouver prochainement une meilleure dynamique pour les actifs obligataires, pour les sociétés de croissance, et pour les métaux précieux. Le Dollar pourrait en revanche s'essouffler, et les matières premières cycliques marqueraient alors un palier de consolidation à cette occasion.



Marchés Financiers

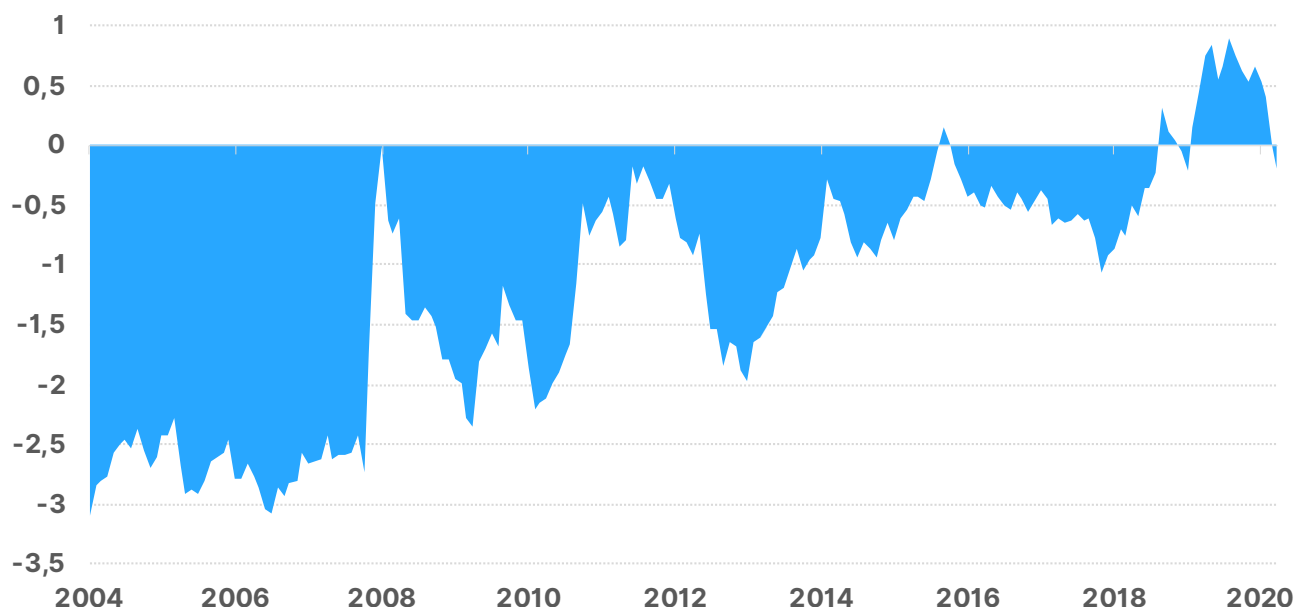
- Afin de mesurer les probabilités de remontées à venir de taux d'intérêts, il est possible de s'appuyer sur les projections d'inflation.
- Le différentiel entre les anticipations d'inflation de moyen terme et de long terme reflète l'état du cycle économique tel que perçu par les investisseurs.
- Lorsque les anticipations d'inflation de court terme sont supérieures à celles de long terme, ce qui est le cas actuellement, une surchauffe des prix est attendue à brève échéance, pouvant nécessiter une intervention des Banques centrales.

Quelle conséquence pour les portefeuilles ?

L'une des caractéristiques de cette crise sanitaire est que l'économie a été brutalement mise en sommeil. Beaucoup d'activités ont été soudainement stoppées, mais la consommation s'est partiellement reportée sur d'autres biens et services. Les structures de prix sont donc extrêmement perturbées actuellement. Par ailleurs, les effets de base d'une année à l'autre, notamment sur les matières premières, et la réouverture à venir des économies, laissent présager d'une forte inflation durant les prochains mois. Il est toutefois difficile de savoir si cette inflation sera simplement conjoncturelle ou éventuellement plus structurelle. Le différentiel de projection d'inflation par échéances indique que les investisseurs sont convaincus qu'il s'agirait plutôt d'une inflation temporaire. Il conviendra toutefois de surveiller ce différentiel car pouvant signaler en amont le risque de durcissement de politique monétaire des Banques centrales.

Différence entre les anticipations d'inflation à 5 ans et à 10 ans aux États-Unis

Sources : Bloomberg, WeSave



Macro Économie

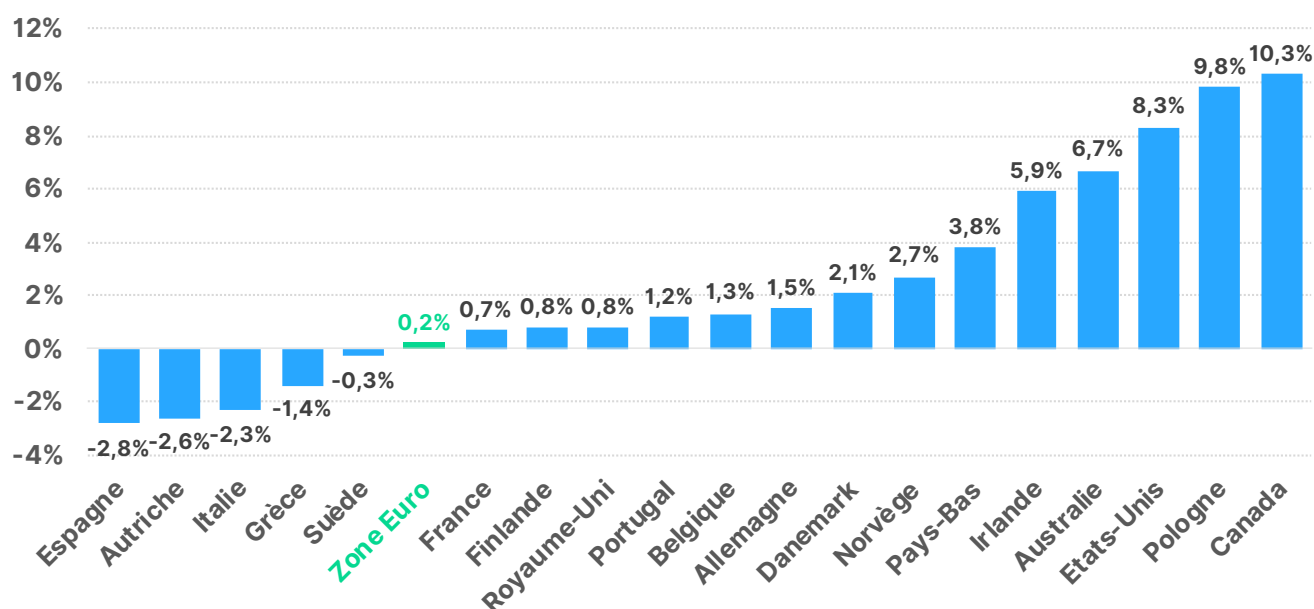
- La crise de la COVID-19 a fait peser un risque majeur sur les revenus des ménages, que les États ont dû compenser par des soutiens budgétaires extraordinaires.
- Chaque pays a géré la situation à sa façon, et des écarts de traitement très importants peuvent être observés sur les revenus des ménages entre 2019 et 2020.
- Si quelques pays (Espagne, Autriche, Italie...) ont laissé ces revenus baisser, la plupart des pays ont été généreux, le revenu des ménages ayant parfois même beaucoup progressé durant cette crise (Canada, Pologne, États-Unis...).

Quelle conséquence pour les portefeuilles ?

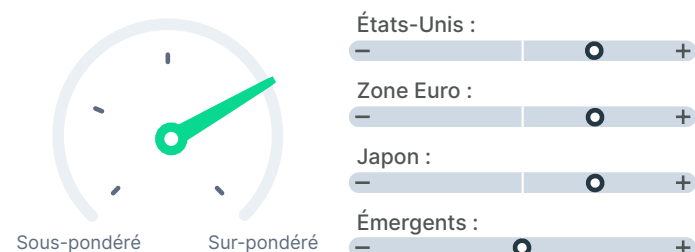
La façon dont chaque pays a fait face à la crise sanitaire aura beaucoup de conséquences sur la nature de la reprise économique à venir. Lorsque les ménages ont vu leurs revenus progresser significativement, cela devrait renforcer leur confiance dans l'avenir et surtout leur capacité à consommer lorsque les économies fonctionneront normalement. Toutefois, la consommation n'est qu'une partie du problème, il faut aussi vérifier si le tissu industriel national, autrement dit les entreprises du pays, ont été elles aussi suffisamment préservées pour pouvoir répondre à cette future consommation. Si ce n'est pas le cas, cela signifie qu'il faudra importer les produits de l'étranger. Autrement dit, les ménages auront été alors préservés, mais ce sont des entreprises étrangères qui profiteraient de la reprise économique plutôt que les entreprises nationales. Avoir protégé les revenus des ménages n'était donc pas nécessairement le meilleur des choix stratégiques.

Evolution du revenu disponible moyen des ménages entre 2019 et 2020

Sources : OCDE, WeSave



ACTIONS



Le mois de mars a été une fois encore favorable aux marchés d'actions. En dépit des inquiétudes persistantes quant à l'inflation à venir, et le possible durcissement des politiques monétaires que cela pourrait induire, les actions internationales ont généralement progressé. Le niveau des taux à 10 ans américains dépasse toutefois désormais le rendement des dividendes de l'indice S&P500. Autrement dit, le rendement des actifs obligataires retrouve potentiellement un certain attrait relatif aux yeux des investisseurs. La réouverture des économies et la perspective d'un cycle économique durablement soutenu par les politiques budgétaires

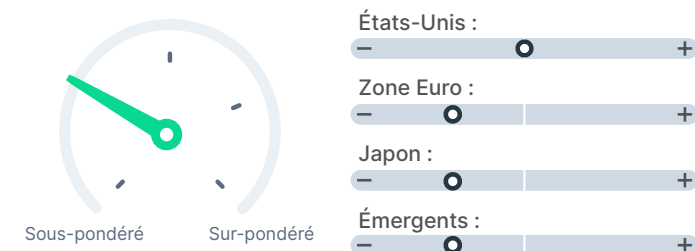
Rendements comparés des obligations souveraines et des actions américaines (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

généreuses militent toutefois pour les actions dans les allocations d'actifs. Les publications de résultats trimestriels pourraient marquer une pause dans la rotation sectorielle en cours sur les actions. Nous restons surpondérés sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



Depuis le début d'année, la principale préoccupation des investisseurs est que l'inflation, qui ne peut que fortement remonter durant le prochain trimestre, ne soit pas seulement conjoncturelle mais puisse être aussi structurelle. Les Banques centrales n'auraient peut-être alors d'autre choix que de durcir leurs politiques monétaires, même si cela devait neutraliser en partie les soutiens budgétaires des États. La mise en surchauffe de l'économie américaine a déjà ramené les taux du pays sur les niveaux proches de ceux prévalant avant l'épidémie. Par effets d'arbitrages, les taux d'intérêts des autres zones ont en partie suivi,

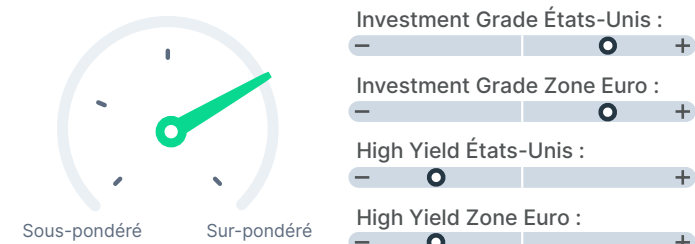
Rendement des obligations souveraines à 10 ans américaines (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

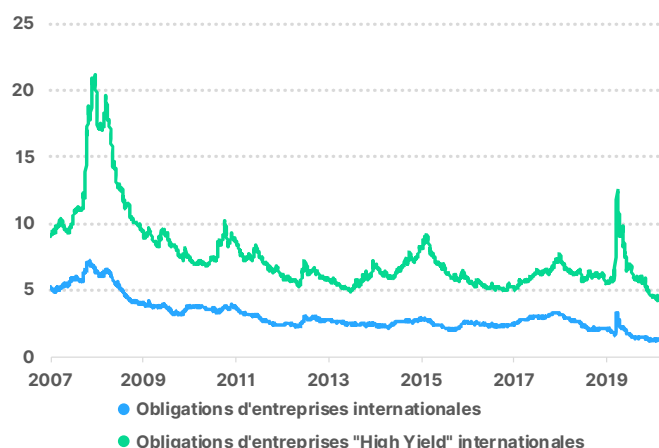
ce qui est problématique car ne pouvant espérer pour autant bénéficier de l'ampleur de la croissance américaine. La nervosité devrait persister sur les marchés obligataires, c'est pourquoi nous maintenons notre vue à sous-pondérer sur les obligations d'État.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Les obligations d'entreprises sont entraînées par la correction observée sur les obligations souveraines. Ce phénomène est très mécanique, les investisseurs appliquant systématiquement des écarts de rendement entre les différentes catégories d'obligations en fonction de la solvabilité respective de chaque emprunteur. Jusqu'à présent, les obligations des sociétés fragiles (i.e. « High Yield ») avaient profité des espoirs d'une forte reprise et d'un coût de financement très bas. Mais si les Banques centrales devaient mettre fin prématurément à leurs politiques

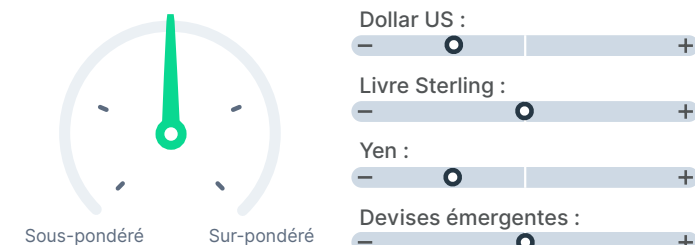
Rendements des obligations d'entreprises dans le monde (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

monétaires accommodantes du fait d'une inflation trop forte, ces entreprises seraient les premières pénalisées au travers de la croissance, comme du coût d'emprunt. Confiants dans la reprise à venir, nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises, mais provisoirement à l'écart du « High Yield ».

DEVISES



Depuis le début d'année, les performances des devises sont avant tout caractérisées par le contre-pied observé sur le Dollar. Les investisseurs s'attendaient très généralement à une poursuite du repli du Dollar, tel qu'engagé en 2020. Mais les Démocrates américains ayant obtenu la majorité parlementaire au Congrès, les plans de soutiens financiers massifs à l'économie peuvent alors être bien plus facilement ratifiés. La contrepartie à cette croissance future est que l'inflation pourrait être plus structurelle, d'où l'envol des rendements obligataires américains. C'est ce soudain

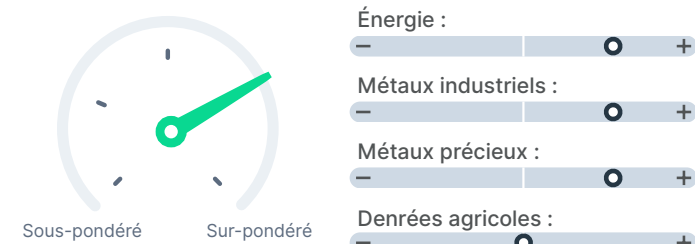
Euro-Dollar



Sources: Bloomberg, WeSave

différentiel de rendements obligataires internationaux qui explique l'appréciation relative surprise du Dollar. Si le pic d'inflation américain devait bien intervenir durant le prochain trimestre, cela pourrait alors marquer aussi le pic d'appréciation relative du Dollar, et justifier alors certaines réallocations d'actifs.

MATIÈRES PREMIÈRES



La perspective d'une prochaine réouverture des économies a permis à l'indice composite des matières premières d'effacer complètement sa chute due au coronavirus. Ceci s'explique par le fait que l'industrie, bien qu'ayant observé des perturbations temporaires, a été généralement préservée durant cette crise sanitaire. Par ailleurs, les plans de relance budgétaires risquent de placer les économies en situation de surchauffe, c'est pourquoi les investisseurs et les industriels se préparent à l'éventualité d'une reprise de l'inflation par les matières premières en se positionnant

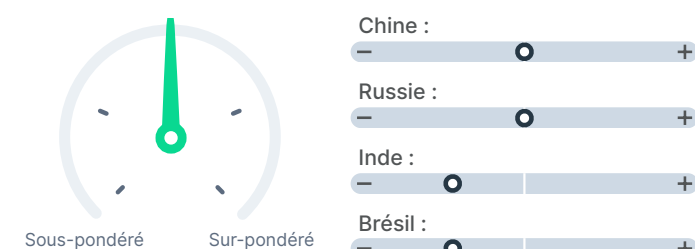
Indice composite des matières premières (CRB)



Sources: Bloomberg, WeSave

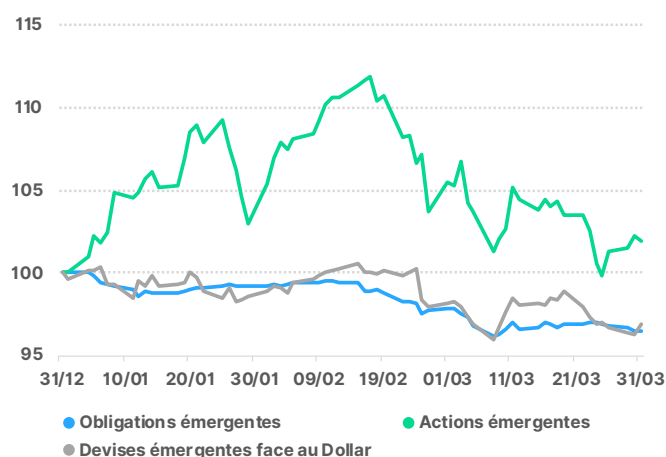
en amont sur ces actifs, entretenant ainsi leur hausse. Le pétrole continue pour sa part de bénéficier de l'efficace patronage de l'Arabie Saoudite au sein de l'OPEP. Les matières premières étant une bonne protection dans les phases plus inflationnistes, nous restons surpondérés sur cette classe d'actifs.

ÉMERGENTS



Les actifs émergents avaient consensuellement attiré les investisseurs souhaitant s'exposer à la reprise économique à venir. C'était sans compter sur l'appréciation relative du Dollar vis-à-vis de la plupart des devises émergentes. Ce mouvement renchérit le coût du capital de beaucoup d'Etats et entreprises des pays émergents ayant besoin de refinancer leurs dettes ou d'en contracter de nouvelles. Par ailleurs, la plupart de ces pays ont un accès très limité, pour ne pas dire inexistant, aux vaccins, ce qui signifie que leur réintégration aux circuits et échanges internationaux

Performances des actifs émergents (Base 100 = 31/12/20)

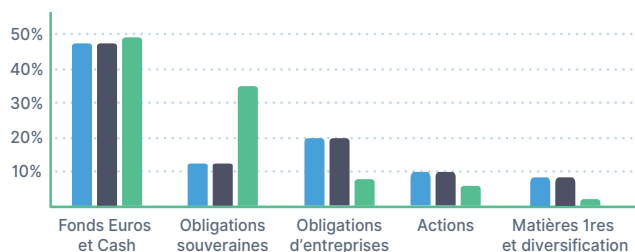


Sources: Bloomberg, WeSave

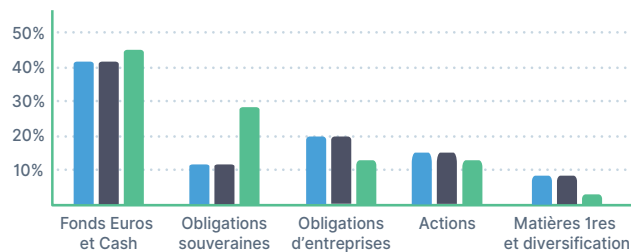
pourrait être retardée d'autant. Même si la Chine a beaucoup d'atouts, le pays pénalise actuellement les actifs émergents car les autorités souhaitent plutôt faire le ménage dans les bilans bancaires et reprendre la main sur ses leaders de la technologie. Nous préférons rester neutre sur les émergents.

Comparatifs d'allocations entre Mar 2021, Avr 2021 et la stratégie long terme. ■ Avr 2021 ■ Mar 2021 ■ Allocation long-terme

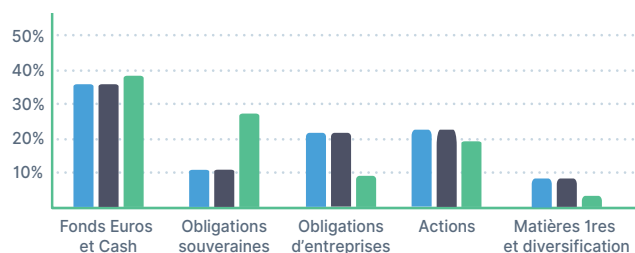
Profil 1 - Prudent



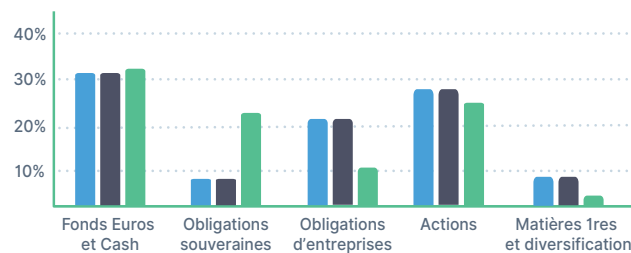
Profil 2 - Prudent



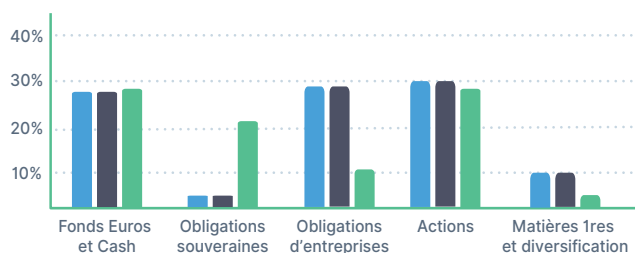
Profil 3 - Défensif



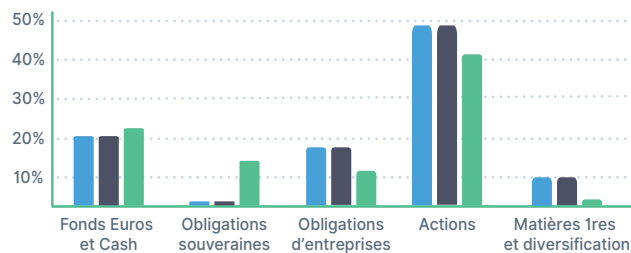
Profil 4 - Défensif



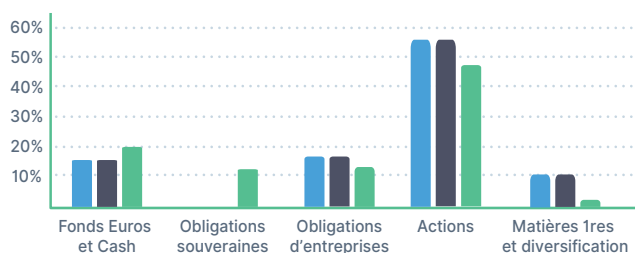
Profil 5 - Équilibré



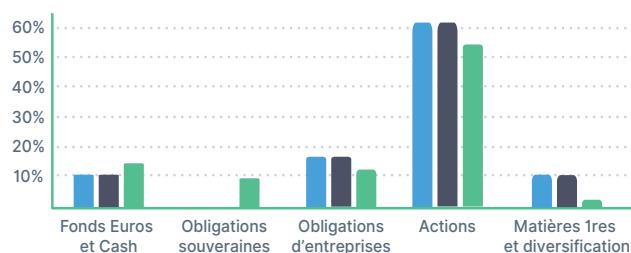
Profil 6 - Équilibré



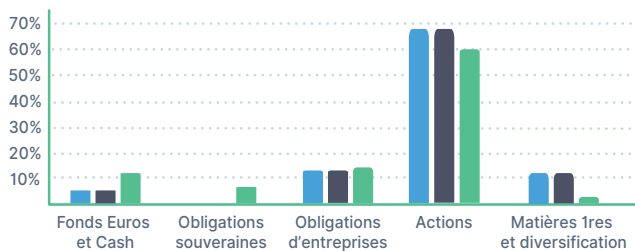
Profil 7 - Offensif



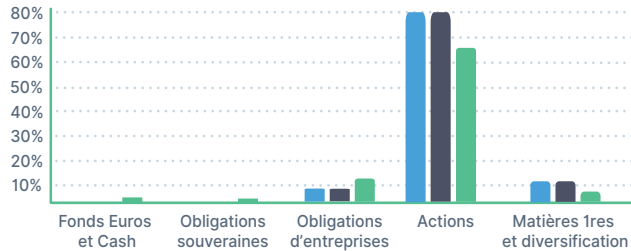
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Pour aller plus loin

Pourquoi acheter un bien en démembrement ?

Lors d'un achat immobilier, plutôt que de devenir l'unique propriétaire du bien, pourquoi ne pas investir en démembrement et ainsi réaliser des économies substantielles ?

Alors, qu'est-ce que le démembrement de propriété ? Dans quelles circonstances est-ce intéressant ? Et qui est redevable des taxes ?

Le démembrement de propriété, qu'est-ce que c'est ?

Le droit de propriété se décompose en trois attributs :

- **L'abusus : le droit de disposer du bien**
- **L'usus : le droit de l'utiliser**
- **Le fructus : le droit d'en percevoir les revenus**

Lors d'un démembrement de propriété, il faut distinguer le droit de disposer du bien, d'un droit de l'utiliser et d'en percevoir les revenus.

L'abusus, revient au nu-propriétaire alors que l'usus et le fructus sont attribués à l'usufruitier.

Un barème fiscal détermine les valeurs de la nue-propriété et de l'usufruit. Ce barème porte sur l'âge

L'équipe des conseillers WeSave

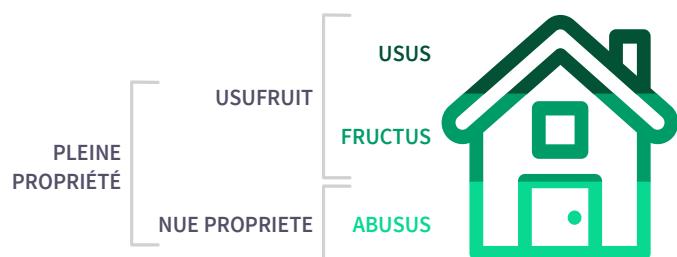
Olivia Ugo est conseillère en gestion de patrimoine chez WeSave. Persuadée que la gestion privée est en pleine mutation, elle décide de rejoindre WeSave pour participer à cette transformation. Pour elle, transparence, confiance et accompagnement sont primordiales.



Olivia Ugo
Conseillère en gestion de patrimoine

du vendeur, ou bien sur le temps du démembrement si celui-ci est temporaire.

Le démembrement de propriété



Le démembrement de propriété, quel intérêt ?

Le démembrement de propriété pour préparer sa retraite :

L'investissement en immobilier locatif est une solution particulièrement plébiscitée par les épargnants pour pallier la perte de revenu au moment du départ à la retraite. Cependant, si cette solution est mise en place avant l'arrêt de l'activité professionnelle, les loyers seront soumis à l'impôt sur le revenu ainsi qu'aux prélèvements sociaux de 17,20%. Cela peut vite avoir un effet confiscatoire et décourager l'investissement.

L'épargnant peut alors choisir d'acquérir, pour une durée déterminée à l'avance, la nue-propriété d'un bien, l'usufruit étant provisoirement cédé à un organisme exploitant le bien (organisme de logements sociaux par exemple).

Pendant la période de démembrement, l'usufruitier profite des loyers mais doit également régler les différentes charges.

En contrepartie, le nu-propriétaire bénéficie d'une décote d'en moyenne 30% à 40% sur son prix d'achat. Cette réduction est définie selon la durée du démembrement. Pour une période de 15 à 20 ans, elle peut atteindre 50%. A terme, le nu-propriétaire

retrouve l'entière propriété du bien, sans frais ni taxes. Il peut alors bénéficier des loyers et ainsi profiter de revenus complémentaires.

Cette opération demande de disposer, au moment de l'investissement, d'un capital permettant de faire l'acquisition de la nue-propriété ou de revenus suffisants pour rembourser des mensualités de crédit.

L'investisseur peut également réaliser cette opération au travers des Sociétés civiles de Placement Immobilier (SCPI). Vous pouvez retrouver toutes les informations dans [notre article dédié](#).

Le démembrement de propriété pour préparer sa succession :

Si la valeur de votre bien immobilier se valorise, les héritiers seront soumis à des droits de succession plus importants. Le démembrement peut alors s'avérer intéressant. Il est possible de faire l'acquisition d'un bien immobilier avec vos héritiers. L'investisseur achète l'usufruit du bien, il peut donc par exemple le louer pour créer des revenus complémentaires ou y habiter. Les héritiers deviendront propriétaires de la nue-propriété. Le démembrement sera viager, cela signifie qu'il prendra fin au moment de la succession de l'usufruitier, la pleine propriété revenant alors aux héritiers (nu-propriétaires) sans taxation.

Les deux parties se répartissent le prix d'achat. Celui-ci est défini en fonction de l'âge de l'usufruitier.

Age de l'usufruitier	Valeur de l'usufruit (%)
Moins de 21 ans révolus	90 %
Moins de 31 ans révolus	80 %
Moins de 41 ans révolus	70 %
Moins de 51 ans révolus	60 %
Moins de 61 ans révolus	50 %
Moins de 71 ans révolus	40 %
Moins de 81 ans révolus	30 %
Moins de 91 ans révolus	20 %
Plus de 91 ans révolus	10 %

Cette opération permet également d'investir en mobilisant moins de capital (l'investisseur paye 40 % du prix s'il achète l'usufruit d'un appartement à 65 ans, par exemple). Ses enfants profiteront, eux aussi, d'un prix réduit (60 %, dans notre exemple) et récupéreront la pleine propriété du bien sans taxation à son décès.

Attention, pour cela, il faut respecter l'article 751 du code général des impôts : le nu-propiétaire doit prouver qu'il a acquis sa nue-propiété soit avec sa propre épargne, soit avec des fonds issus d'une transmission ou d'une donation. À défaut, la valeur du bien est taxable à 100 % dans la succession de l'usufruitier.

Le démembrement de propriété, qui est redevable des charges et des taxes ?

Lors d'un démembrement de propriété, l'usufruitier est redevable de la taxe foncière, de la taxe d'habitation. Il doit également prendre à sa charge toutes les réparations d'entretien.

Le nu-propiétaire doit, quant à lui, s'acquitter de tous les travaux importants.

En ce qui concerne l'impôt sur la fortune immobilière, l'article 968 du code général des impôts indique que l'IFI est dû par l'usufruitier pour la pleine propriété du bien. Le nu-propiétaire n'a donc pas à déclarer le bien dans sa base imposable à l'IFI.

Il y a cependant des exceptions dans lesquelles la valeur du bien est répartie entre l'usufruitier et le nu-propiétaire :

L'usufruit légal du conjoint survivant :

Dans le cas d'une succession, le conjoint survivant a la possibilité d'opter, pour une partie (plus ou moins

importante selon la répartition de l'héritage) pour l'usufruit de la succession de son conjoint. Dans ce cas, les nus-propiétaires doivent déclarer la valeur de la nue-propiété dans leurs déclarations IFI (s'ils en sont redevables).

Si l'usufruit émane d'une donation entre époux, d'un legs, ou de la donation d'un bien dont le donateur a conservé l'usufruit, c'est l'usufruitier (le plus souvent le conjoint survivant ou les parents donateurs) qui déclare la pleine propriété du bien à l'IFI.

La vente de la nue-propiété à un tiers

L'imposition est aussi répartie lorsque le démembrement de propriété résulte de la vente d'un bien dont le vendeur s'est réservé l'usufruit.

Le nu-propiétaire ne doit cependant pas être un des héritiers ou un des descendants du vendeur. Il ne doit également pas être bénéficiaire d'une donation ou d'un legs de la part de l'usufruitier.

Les libéralités à une entité publique

Enfin, l'imposition est ventilée lorsque l'usufruit a été réservé par le donateur d'un bien donné ou légué à l'État, un département, une commune ou un syndicat de communes, un établissement public national à caractère administratif ou une association reconnue d'utilité publique.

Souvent méconnue ou peu utilisée par les épargnants français, le démembrement d'un actif est de plus en plus présent dans les stratégies patrimoniales.

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 !

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



Contactez un conseiller au **01 80 49 70 00** ou par email à conseiller@wesave.fr

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

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.