

L'ÉCLAIREUR



N°79

SOMMAIRE

02

L'éclairage du
gérant

12

Le point marchés
financiers

13

Le point macro
économie

14

Vues des actifs

17

Nos vues tactiques
et stratégiques

18

Pour aller plus
loin

La dette ... un problème ?

L'envol de la dette durant les dernières années inquiète de plus en plus les observateurs, et sa connotation, déjà négative, ne cesse de se renforcer : c'est un fardeau insoutenable, une fuite en avant, voire l'indice incontestable de l'irresponsabilité des emprunteurs ! L'avenir est-il alors scellé, une gigantesque crise de la dette est-elle inévitable, voire imminente ? Au travers de ce texte, nous avons voulu faire un point sur ce sujet complexe, afin de tempérer l'anxiété qu'il suscite généralement, mais aussi afin d'en déduire certaines conséquences pour les allocations d'actifs.

« On ne meurt pas de dettes. On meurt de ne plus pouvoir en faire. »

Les données sont irréfutables : la dette mondiale n'a cessé de croître durant les dernières décennies. Au dernier pointage effectué par le FMI en 2021, elle s'élèverait à 235 000 Mds \$, soit 257% du PIB ! La COVID a bien évidemment eu un impact catastrophique sur l'ampleur de la dette puisqu'il a fallu l'augmenter brutalement, alors même que les économies étaient partiellement confinées et donc peu productives. La dette par personne dans le monde atteint 13 525 \$ en 2022, soit 3 264 \$ de plus qu'avant la pandémie, avec toutefois de très fortes disparités entre pays. Les États ayant absorbé l'essentiel de cette charge additionnelle, leur dette est soudainement passée de 84% du PIB en 2019 à 105% du PIB en 2021 ... une fluctuation comparable à celle des grandes guerres !

Plus encore que le montant cumulé des

emprunts contractés, l'inquiétude porte généralement sur l'évolution récente de la charge de remboursement, les taux d'intérêts s'étant envolés depuis 2 ans ! À l'échelle mondiale, les intérêts payés par les Etats ont explosé de +20,9% en 2022 par rapport à 2021 (source : Janus Henderson), reflétant principalement la hausse des taux (ils étaient

Le responsable de l'équipe de gestion

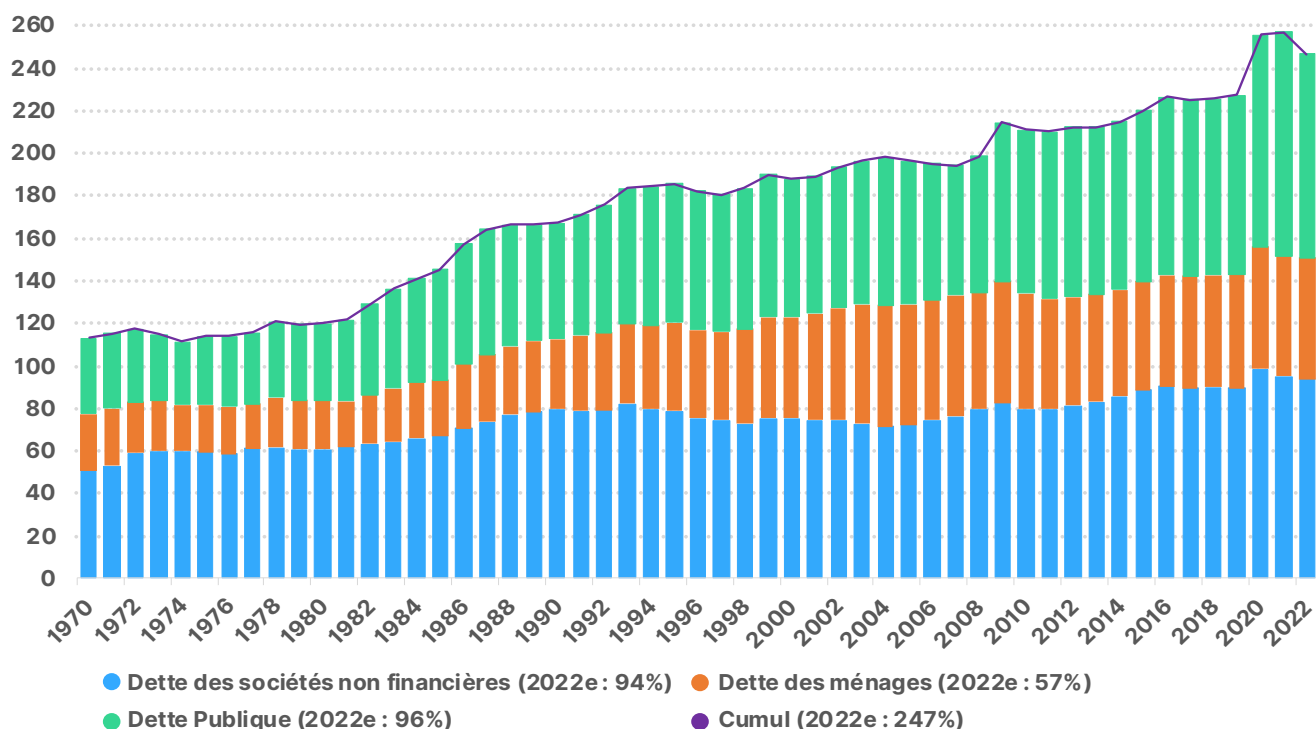
Vincent Lequertier a 25 ans d'expérience en gestion d'actifs. Après une carrière à la banque d'Orsay, il est successivement directeur adjoint actions puis directeur actions. Spécialiste de la gestion allocataire, il devient en Août 2015, le responsable de la gestion allocataire chez WeSave.fr.



Vincent Lequertier
Gérant chez WeSave

Ventilation de la dette totale dans le monde (en % du PIB)

Sources : FMI, WeSave



HISTORIQUEMENT bas auparavant !) et, dans une moindre mesure, à cause du gonflement additionnel du stock d'emprunts. À titre d'illustration, en mars 2020, lors du 1er confinement, le gouvernement français empruntait alors à coût NÉGATIF de -0,39% pour ses obligations à 10 ans, et ne remboursait donc même pas l'intégralité du capital emprunté ... cela lui coûte aujourd'hui +2,84% ! La dette de la France tutoie désormais le seuil symbolique des 3 000 Mds € (111,6% du PIB en 2022), et la charge de la dette devrait frôler les 52 Mds € en 2023, en hausse de plus de 12 Mds € sur un an (donc 1/4 de surcoût) ! Pour se faire une idée de ce que peut représenter ce seul montant de 12 Mds €, c'est le montant officiellement alloué au budget de la Justice pour 2023 ! Cependant, il convient de préciser que le contexte inflationniste extrêmement atypique actuel, et donc TEMPORAIRE, explique ce surcoût dû aux obligations dont les intérêts sont indexés sur le niveau de l'inflation (soit 11,5% du stock des obligations françaises) : la provision pour indexation est ainsi

passée de 3 Mds € en 2021 à 15,6 Mds € en 2022 ! L'agence de rating Fitch s'inquiétant de la dynamique générale de la dette française, vient en conséquence de dégrader la note de la France de AA à AA- ! Pour tempérer toutefois immédiatement ce sujet, la note de la France reste dans la catégorie très recherchée par les investisseurs des notes souveraines de « haute qualité », et aucun mouvement significatif d'écartement de rendement entre les emprunts de la France et ceux de l'Allemagne n'a été observé après cette décision. Contrairement à Fitch, les investisseurs accordent donc encore leur confiance à la France. Il faut enfin rappeler que seule une fraction des emprunts (les nouvelles émissions d'obligations) est concernée par les nouveaux niveaux élevés de taux d'intérêts, le stock d'obligations anciennes versant en revanche encore des rendements bien plus bas, puisque les taux d'intérêts étaient très inférieurs durant les dernières années !

Table de notation des grandes agences de rating

Source : WeSave

Moody's	Fitch	Standard & Poor's	Risque correspondant
Aaa	AAA	AAA	Première qualité
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	Haute qualité
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	Qualité Moyenne supérieure
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	Qualité Moyenne inférieure
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	Spéculatif
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	Très spéculatif
B3	B-	B-	
Caa1	CCC	CCC	Risque élevé
Caa2	CC	CC	Ultra spéculatif
Ca	C	C	Défaut, avec espoir de recouvrement
C	SD	RD	Défaut sélectif
	D	D	Défaut

Structure de la dette de certains pays

Sources: Refinitiv, WeSave

	Allemagne	Chine	Etats-Unis	France	Italie	Japon	Royaume-Uni
Montant (en Mds \$)	1 290	3 604	17 856	2 443	2 314	2 447	2 231
Coupon moyen historique (1)	2,20%	3,02%	2,08%	1,91%	2,58%	0,25%	2,20%
Durée moyenne en années	9,6	7,7	7,6	9,1	7,5	4,9	13,8
Coût actuel d'une obligation comparable (2)	2,27%	2,68%	3,71%	2,75%	3,93%	0,09%	4,44%
Ecart de rendement (2 - 1)	0,07%	-0,34%	1,63%	0,84%	1,35%	-0,16%	2,24%

Une inquiétude additionnelle vient du fait que les Banques centrales ont engagé des programmes de « quantitative tightening » : leur objectif est de diminuer le stock d'obligations détenues dans leurs bilans, acquises afin d'appuyer les politiques budgétaires durant les dernières crises majeures. Pour rappel, les Banques centrales détiennent aujourd'hui 21% du total des obligations en circulation dans le monde ! Les sommes en jeu sont dès lors très importantes : 95 Mds \$ pour la FED et bientôt 27 Mds € pour la BCE, d'obligations arrivant à échéance et n'étant pas reconduites... et cela chaque mois ! Privés en partie de cet acheteur structurel de leurs obligations, les États pourraient donc être contraints d'offrir des taux d'intérêts plus élevés que les niveaux actuels afin de séduire des investisseurs de substitution, augmentant d'autant la charge de leur dette, et ces capitaux « détournés » au profit des États pourraient manquer en fin de compte aux entreprises voulant elles aussi emprunter de l'argent. En réalité, pour alimenter divers fonds nécessaires à leur activité courante

(pour les fonds de retraites, les fonds en Euros...), les compagnies d'assurances sont très heureuses de pouvoir enfin acheter de nouveau des obligations avec des rendements élevés. De même, les sociétés de gestion multiplient actuellement les offres de « fonds datés », autrement dit des fonds visant à profiter des rendements obligataires élevés actuels. Par ailleurs, les États ont un acheteur structurel persistant de leurs obligations au travers des institutions bancaires, les règles prudentielles imposant à ces établissements de détenir des actifs réputés « sans risque » en contrepartie de leur activité. Enfin, le vieillissement de la population mondiale a pour effet de générer régulièrement un fort excès d'épargne disponible, et cette catégorie d'épargnants privilégie dans ses allocations les actifs réputés peu risqués et à rendements réguliers. Le retrait partiel des Banques centrales se fait donc évidemment sentir sur les marchés obligataires, mais il ne faut pas sous-estimer l'ampleur des capitaux toujours prêts à acheter des obligations !

« La dette, c'est les impôts de demain. »

Un réflexe fréquent consiste à associer au terme de « dette » la perspective d'impôts additionnels futurs, décourageant d'autant les initiatives de création de richesse, les espoirs de consommation ou d'épargne... d'où un sentiment de déclassement des individus et d'avenir morose à mesure que la dette progresse. Il convient de faire alors un rappel essentiel : face au passif de la dette, il se constitue aussi un actif, qu'il soit matériel ou immatériel ! S'endetter pour acheter son logement pèse sur les dépenses courantes durant de nombreuses années, mais un bien est finalement détenu, et il peut être transmis. La flambée de dette des États due à la COVID a permis en contrepartie de préserver les outils de production et les emplois nationaux. Lorsque l'État s'endette pour développer les infrastructures, pour sécuriser son approvisionnement énergétique, pour assurer la défense du territoire... c'est aussi le secteur privé qui en bénéficie très directement, et cela renforce l'attractivité du pays aux yeux des investisseurs internationaux. La transition climatique a évidemment un coût, et la dette des États, des entreprises et des ménages s'en ressent, mais un actif est alors préservé en face et qui n'a peut-être pas de prix : la sauvegarde de la planète ! Ces divers exemples rappellent que si la dette est intergénérationnelle, les actifs constitués en face le sont tout autant, que la dette assumée par les uns peut profiter à la collectivité, et que c'est sur un horizon de très long terme qu'il faut tenter éventuellement de mesurer cet équilibre passif-actif, sans oublier de comptabiliser les actifs immatériels ! Étant donné qu'il est alors absurde de ne faire le focus que sur la dette, et donc que sur le passif, l'indicateur de la dette/PIB est généralement retenu pour souligner son dérapage, le PIB étant supposé refléter la constitution nationale de richesse, et donc l'actif venant en contrepartie de la dette. Mais la dette renvoie à

l'état des lieux d'un STOCK, alors que le PIB retrace un FLUX (consommation, investissement, dépense de l'État, et commerce extérieur)... ce ratio est donc conceptuellement bancal. Par ailleurs, s'endetter pour creuser un trou et le reboucher ensuite est favorable au PIB, mais ne crée évidemment aucune richesse réelle de long terme : l'utilité finale de la dette ne devrait donc pas être appréciée vis-à-vis du PIB, même si ce ratio peut néanmoins être retenu pour analyser certaines dynamiques !

Revenons maintenant à la question de la soutenabilité de la dette et au risque d'accroissement à venir de la fiscalité.

La croissance économique ayant été très forte depuis 2 ans, les recettes fiscales ont été en conséquence exceptionnellement élevées, et cela sans même devoir créer de nouveaux impôts ou relever les taux d'imposition appliqués : les ratios de dette/PIB ont de ce fait BAISSÉ, en dépit de la forte hausse concomitante de la charge de la dette ! En effet, les impôts s'appliquaient à des chiffres d'affaires (cf.TVA), à des bénéficiaires (cf. impôts sur les sociétés), à des revenus (cf. impôts sur les revenus)... tous en forte progression, car stimulés directement ou indirectement par la dynamique de l'inflation. L'assiette fiscale dépend ainsi de l'intensité de la croissance économique mais aussi de l'inflation, et la charge RELATIVE de la dette peut donc diminuer même si son montant ABSOLU progresse. L'accroissement de la fiscalité n'est alors pas une fatalité lorsque la dette monte !

Il convient de faire alors un rappel essentiel : face au passif de la dette, il se constitue aussi un actif, qu'il soit matériel ou immatériel !

Statistiques de dette/PIB de 2019 à 2022 de quelques pays et notations par les agences de rating

Sources : FMI, Refinitiv, WeSave

	2019	2020	2021	2022	Ecart 2022 vs 2021	Ecart 2022 vs 2019
Allemagne	59,6%	68,7%	69,3%	66,3%	-3,0%	6,7%
Chine	60,4%	70,1%	71,8%	77,1%	5,3%	16,7%
Espagne	98,2%	120,4%	118,3%	113,2%	-5,1%	15,0%
Etats-Unis	108,8%	133,5%	126,4%	123,7%	-2,7%	14,9%
France	97,4%	114,6%	112,9%	111,6%	-1,3%	14,2%
Italie	134,1%	154,9%	149,9%	144,4%	-5,5%	10,3%
Japon	236,4%	258,7%	255,4%	254,1%	-1,3%	17,7%
Royaume-Uni	85,4%	105,6%	108,1%	102,6%	-5,5%	17,2%

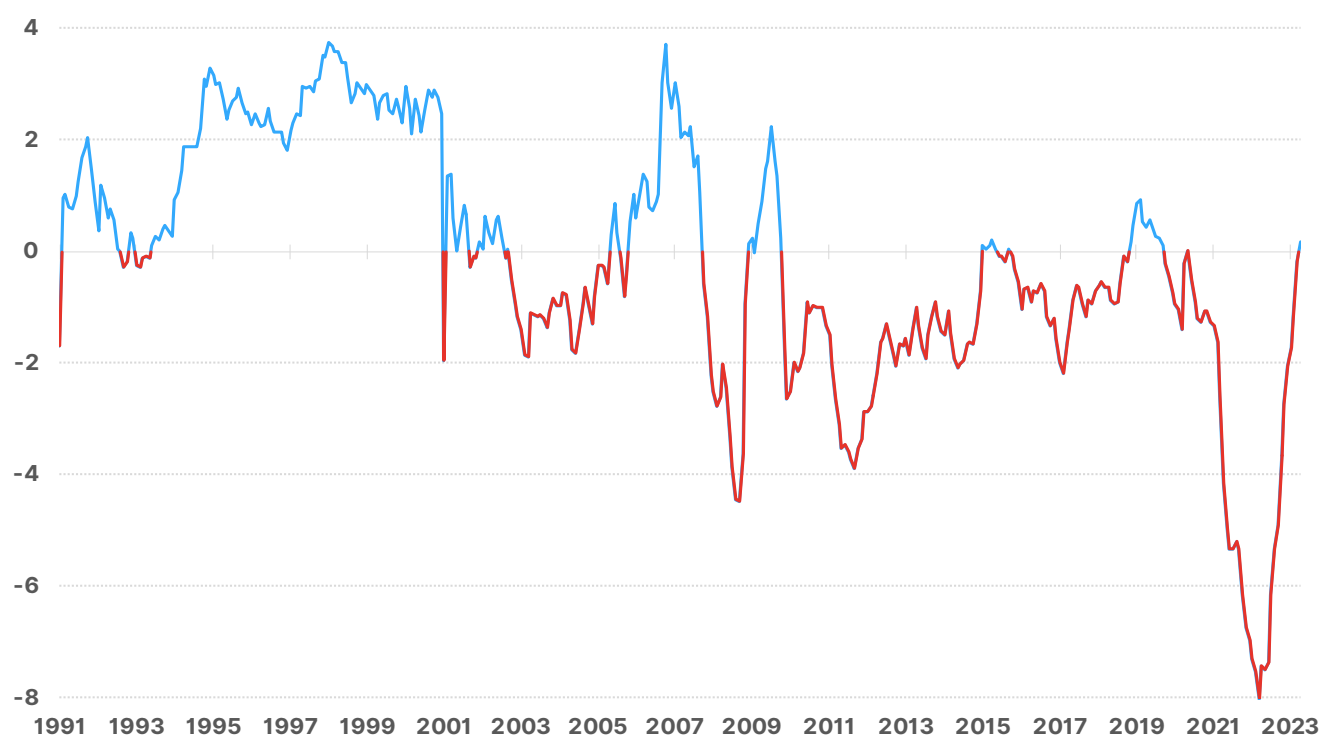
	Moody's	S&P	Fitch
Allemagne	Aaa	AAA	AAA
Chine	A1	A+	A+
Espagne	Baa1	A	A-
Etats-Unis	Aaa	AA+	AAA
France	Aa2	AA	AA-
Italie	Baa3	BBB	BBB
Japon	A1	A+	A
Royaume-Uni	Aa3	AA	

Lorsque le rythme d'inflation est plus élevé que le coût de l'emprunt (donc des taux réels NÉGATIFS), l'emprunteur gagne structurellement du pouvoir d'achat, là où le créancier en perdra en revanche : l'inflation est un impôt caché sur l'épargne ! Les États, et plus généralement tous les emprunteurs, ont donc tout intérêt à ce que des taux réels négatifs perdurent. C'est pourquoi il est si important que la lutte contre l'inflation par les Banques centrales ne devienne pas dogmatique, et que leur cible théorique d'inflation à

2% ne soit pas un totem, d'autant que l'inflation sera probablement structurellement plus forte à l'avenir (cf. relocalisations d'activités, coût de la transition écologique...) et que le risque n'est alors pas nul d'une d'asphyxie contre-productive des économies du fait de politiques monétaires trop restrictives. Pour que les dettes restent supportables, il est donc essentiel que les taux directeurs refluent assez vite, à mesure que l'inflation se normalise.

Taux réels aux Etats-Unis (Taux nominal - Inflation)

Sources : Refinitiv, WeSave



L'austérité vient ensuite logiquement à l'esprit : réduire les dépenses et espérer éviter des impôts additionnels. Comme l'a toutefois démontré la catastrophique gestion de la crise de la dette grecque, les stratégies d'austérité systématique sont contre-productives puisqu'elles asphyxient la croissance économique, et donc l'assiette sur laquelle les impôts viennent s'appliquer, rendant finalement impossible la réduction du ratio dette/PIB ! De plus, si tous les pays font de l'austérité simultanément, l'impact négatif sur la croissance est alors démultiplié du fait de l'intensité des interconnexions entre pays... c'est donc une solution à adopter avec beaucoup de prudence ! Si le « quoi qu'il en coûte » budgétaire doit évidemment prendre fin dès que possible, il est toutefois préférable que la croissance tienne et, fort heureusement, cette hypothèse pourrait bien se concrétiser. En effet, la perspective de dépenses d'investissements « contraintes » durablement soutenues (cf. transition

écologique, santé, défense, numérique, éducation...), s'appuyant largement sur le secteur privé (encouragé en cela par des taux bonifiés, des crédits d'impôts, des garanties des États...), devrait maintenir un rythme de croissance économique satisfaisant durant les prochaines années, permettant de faire face aux remboursements des dettes.

Afin de couvrir la charge des dettes, la hausse de la fiscalité ne peut néanmoins pas être exclue. Il convient toutefois de bien avoir en tête le contexte spécifique actuel, pour percevoir à quel point la fiscalité est contrainte. La COVID, puis la guerre en Ukraine, ont fait prendre conscience de dépendances catastrophiques à l'égard de certains pays étrangers (énergie, semi-conducteurs, médicaments...). La souveraineté (re) devient une priorité dans de nombreux domaines, et des blocs géostratégiques se constituent à travers le monde à cet effet. Les États sont alors en concurrence

pour que les investissements industriels privés s'effectuent sur leurs territoires, d'où l' « Inflation Reduction Act » (IRA) américain, auquel l'Union européenne cherche à opposer un « Buy European Act ». Même si des fiscalités écologiques spécifiques sont à prévoir pour accélérer la transition climatique, les entreprises ne devraient pas être trop pénalisées par les éventuels durcissements fiscaux à venir puisque les gouvernements veulent au contraire les attirer, souvent grâce à des ALLÈGEMENTS fiscaux ! Ces dispositifs fiscaux seront probablement complétés par diverses formes de protectionnisme « normatifs », de façon à ce que toute dépense stimule bien l'activité du pays ou de la zone, et non pas le concurrent étranger, et pour que les recettes fiscales soient fixées sur le territoire national. Parce qu'il est socialement et électoralement parlant très difficile de faire peser toute la fiscalité additionnelle sur les ménages, les gouvernements feront donc pression sur les banquiers centraux pour qu'ils assouplissent leurs objectifs d'inflation, permettant ainsi de maintenir des taux réels plutôt négatifs, et pour que les taux directeurs refluent aussi vite que possible. Même si cela doit pénaliser les épargnants, l'inflation, cette fiscalité qui ne se voit pas trop, pourrait aussi être intentionnellement tolérée.

« Les dettes, c'est un état d'esprit. »

Le stress de remboursement des dettes n'est peut-être alors pas aussi intense ou imminent que certains l'envisagent, mais peut-on pour autant se complaire d'une telle situation ?

Le « quoi qu'il en coûte » budgétaire s'est imposé depuis la COVID, et désormais des milliards sont déversés là où quelques années plus tôt cela n'aurait été que des millions. Si l'opposition à la réforme des retraites en France a été aussi virulente, c'est

probablement notamment parce que l'argument de « quelques milliards d'euros » d'économies ne porte plus auprès d'une population s'habituant à une forme d' « assistance » financière publique systématique. Mais l'argent n'est pas gratuit et l'État ne peut pas tout prendre en charge. Ainsi, convient-il impérativement de (re)définir le projet social et sociétal commun, et de revoir l'articulation de ce qui relève du régalién ou du privé. Quel périmètre et quel degré d'interventionnisme de l'État est-il souhaitable, et pour quelle durée ? Pour les pays européens, la question est d'autant plus pressante que bientôt l'Union Européenne va rétablir les règles budgétaires régissant les niveaux de tolérance de déficits budgétaires ou de dettes des États.

Parce qu'il est socialement et électoralement parlant très difficile de faire peser toute la fiscalité additionnelle sur les ménages, les gouvernements feront donc pression sur les banquiers centraux pour qu'ils assouplissent leurs objectifs d'inflation, permettant ainsi de maintenir des taux réels plutôt négatifs, et pour que les taux directeurs refluent aussi vite que possible. Même si cela doit pénaliser les épargnants, l'inflation, cette fiscalité qui ne se voit pas trop, pourrait aussi être intentionnellement tolérée.

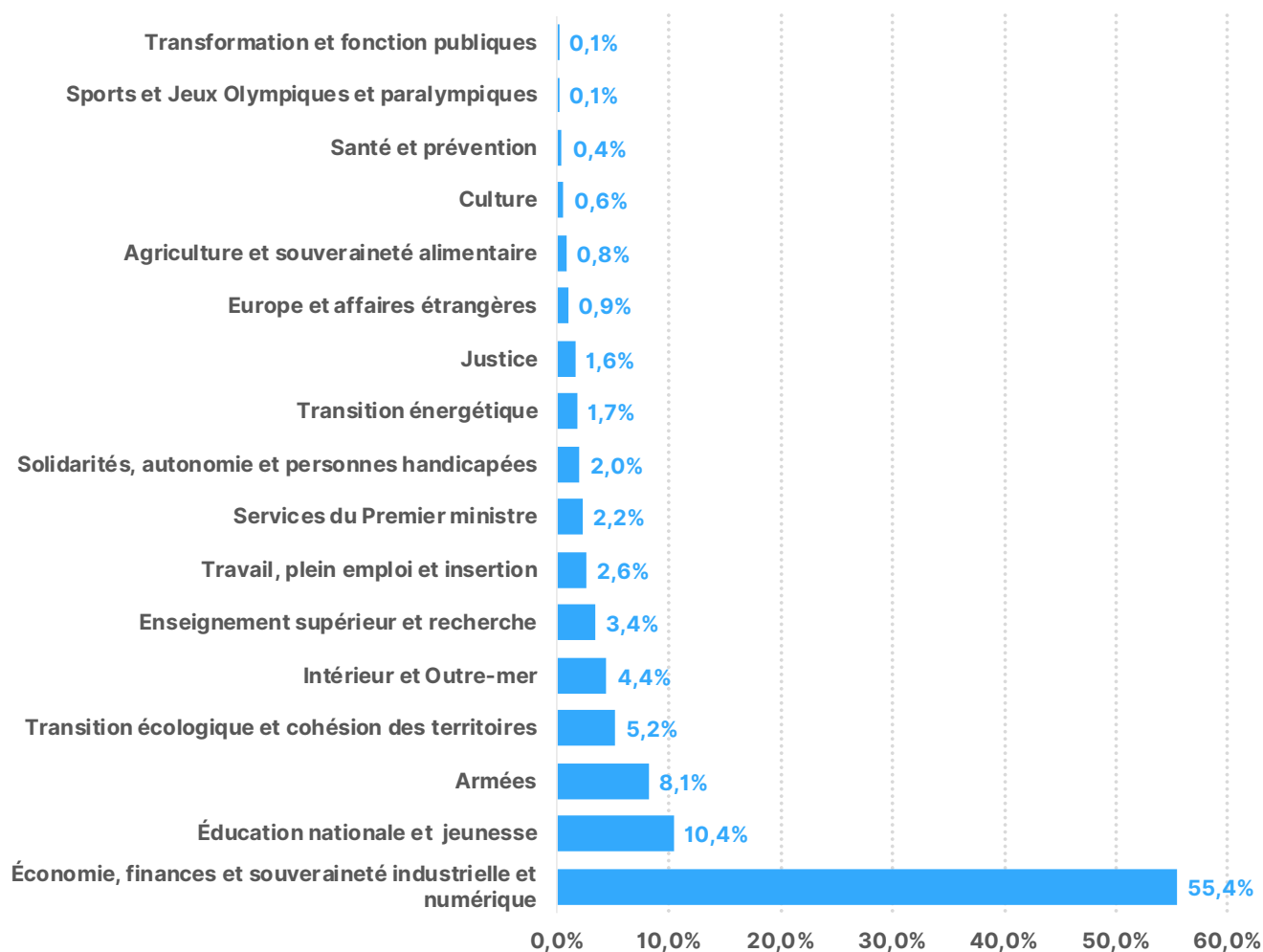
L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Si le budget de l'État est un bon reflet des priorités du projet de société, on peut alors légitimement s'interroger quant aux poids dérisoires accordés actuellement par la France à la culture (0,6% du budget), à l'agriculture (0,8% du budget), à l'Europe et aux Affaires étrangères (0,9% du budget)... ! L'adhésion au projet sociétal commun est essentielle, puisque déterminant l'acceptation ou non de l'impôt par la population, car si le coût de la dette française est toujours très bas, c'est précisément parce que le pays est connu pour sa capacité à lever l'impôt. Il convient de bien distinguer également les dettes de l'État relevant de l'investissement, de celles permettant de couvrir les dépenses de fonctionnement, car, selon

leur affectation, les contraintes budgétaires imposées par Bruxelles différeront radicalement d'un cas à l'autre. Les budgets de l'éducation ou de la défense sont-ils par exemple des investissements ou bien des dépenses courantes ? De même, parce que cela a un impact sur l'inflation de long terme, la BCE accorde un traitement privilégié aux investissements destinés à la transition climatique, achetant et conservant en priorité ce type de dette dans son Bilan... mais d'autres dépenses des États ne pourraient-elles alors être financées par la BCE pour ce même motif ? En fin de compte, la dette est un instrument, et elle ne devrait pas être perçue comme étant un objectif !

Répartition des budgets du Projet de Loi de Finance français 2023 (785 Mds €)

Sources : budget.gouv.fr, WeSave



« La reconnaissance est la seule dette qu'un débiteur aime à voir s'accroître. »

Que peut-on éventuellement en conclure pour les allocations d'actifs ?

Obligations :

Les Banques centrales ont désormais à peu près achevé leur processus de durcissement monétaire (la FED a probablement déjà atteint le stade de la neutralité), ce qui signifie que s'exposer aux obligations présente maintenant beaucoup moins de risques, alors que les rendements nominaux sont de nouveau attractifs. Pour autant, pour que l'épargnant ait intérêt à placer son argent sur les obligations, il faut que les rendements réels soient de nouveau positifs : il convient donc de comparer attentivement les rendements servis par rapport au rythme d'inflation. Pour financer leurs importants investissements à venir, les États devront solliciter régulièrement les marchés au travers d'émissions obligataires, ce qui soutiendra la croissance économique : le risque de défaut de paiement des entreprises sera alors contenu. Les entreprises proposant des rendements supérieurs à ceux des États, il nous semble préférable de les privilégier dans les allocations d'actifs plutôt que les obligations souveraines.

Actions :

Le cycle économique devrait rester soutenu durant les prochaines années, porté par l'investissement des États et des entreprises, mais aussi par la consommation des ménages : c'est un contexte favorable pour l'exposition aux actions. L'inflation est généralement

bien absorbée par les grandes multinationales, puisqu'elles ont un fort « pricing power » leur permettant de maintenir leurs marges bénéficiaires, mieux vaut donc les privilégier dans les allocations d'actifs plutôt que les petites capitalisations. Les pays développés bénéficient d'un accès privilégié aux marchés financiers par rapport aux pays émergents : ils financeront ainsi plus aisément leurs investissements à venir... il semble alors prématuré de s'exposer significativement aux émergents aujourd'hui. Le cycle économique étant encore en phase de léger déclin, les valeurs de croissance (technologiques par exemple) doivent encore être favorisées, d'autant que la fin des durcissements monétaires par les Banques centrales profite beaucoup à leurs valorisations boursières. Les secteurs les plus cycliques (matières premières...) pourraient redevenir intéressants à mesure que la fin d'année approche, puisque la croissance économique devrait de nouveau accélérer en 2024.

Pour conclure, les équipes de WeSave continueront de vous aider au mieux pour que cette citation de Stendhal se réalise : **« Ce n'est pas tant d'être riche qui fait le bonheur, c'est de le devenir. »**

Inflation et taux directeurs de la FED aux Etats-Unis.

Du fait de la COVID et de l'impact de la guerre en Ukraine sur les prix des matières premières, l'inflation est devenue un sujet sensible partout dans le monde, le pouvoir d'achat des ménages étant en jeu.

Après avoir atteint le niveau de 9,1% en juin 2022 (niveau inédit depuis 1981 !), l'inflation américaine est retombée à 4,9% désormais.

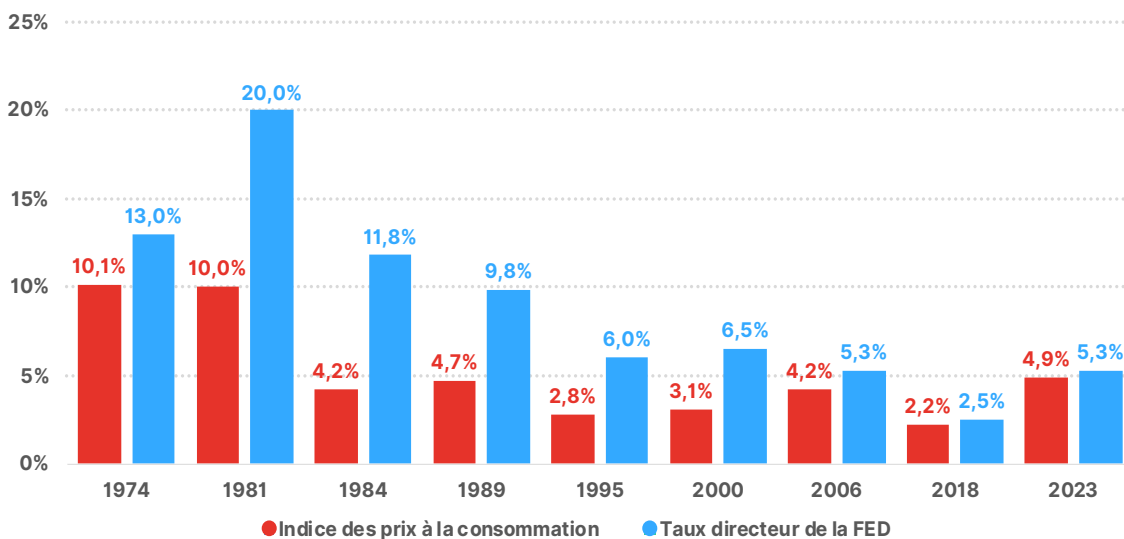
Les taux directeurs américains sont pour leur part passés de 0,25% en mars 2022 à 5,25% en mai 2023.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

La Banque centrale américaine (FED) a 2 missions : lutter contre l'inflation et favoriser le plein emploi national. Depuis la COVID, l'emploi s'est très fortement redressé, c'est pourquoi le focus est sur l'inflation. La remontée des taux directeurs vise à « asphyxier » le crédit, de façon à freiner la croissance économique et les prix. Historiquement, la FED a eu tendance à cesser de relever ses taux à partir du moment où ils étaient supérieurs au rythme des prix à la consommation. La hausse des taux directeurs de mai vient de faire passer ces taux au-dessus de l'inflation et, cette dernière devrait encore baisser. C'est pourquoi les investisseurs anticipent désormais que la FED laisse ses taux inchangés. Si tel est le cas, ce sera une bonne nouvelle pour les obligations, mais aussi pour la valorisation des actions.

Inflation et taux directeurs de la FED aux Etats-Unis

Sources : Refinitiv, WeSave



Poids de la Chine dans la demande mondiale de certaines matières premières.

La Chine est la 2^{de} puissance économique au monde, avec un modèle économique centré autour de l'industrie : c'est le fournisseur du monde entier.

Pour fabriquer ces produits voués à être consommés en interne ou bien à être exportés, la Chine est le plus gros acheteur de la plupart des matières premières dans le monde.

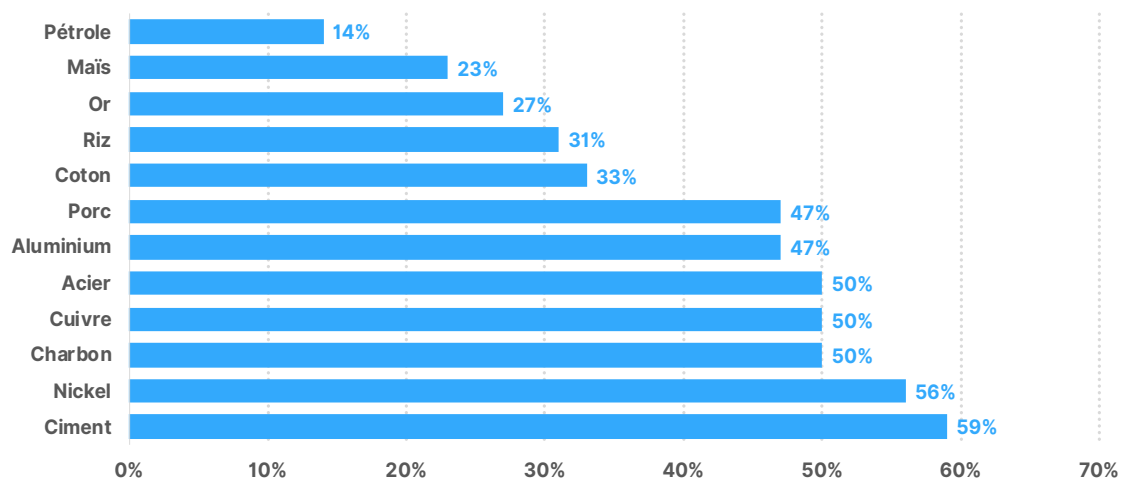
Le pays produit lui-même une partie des ressources nécessaires, mais il est néanmoins un importateur net massif de la plupart d'entre elles.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Les prix des matières premières sont redevenus un sujet sensible depuis la guerre en Ukraine. L'énergie et les produits agricoles ont focalisé l'attention, mais il est désormais évident que les métaux industriels et les métaux « rares » le seront durant les prochaines années, notamment pour que la transition énergétique s'opère dans de bonnes conditions. La réouverture sanitaire de la Chine a fait craindre un possible emballement de sa consommation de matières premières et donc de leurs prix, mais ce sont surtout les services qui ont repris, ce qui est moins consommateur en ressources. Il est probable que, du fait des délocalisations industrielles en cours et de sa démographie, la Chine verra son poids dans la demande de matières premières baisser durant les prochaines années, au profit d'autres pays ou zones.

Poids de la Chine dans la demande mondiale de certaines matières premières

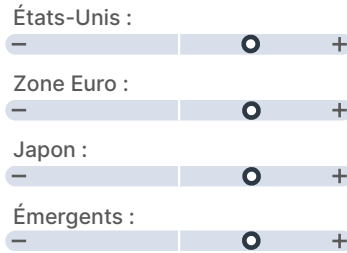
Sources : Chicago Board of Trade, WeSave



ACTIONS



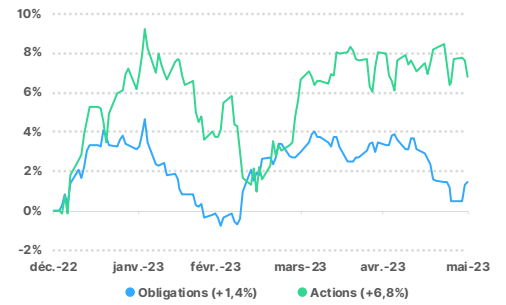
Sous-pondéré Sur-pondéré



En mai, les marchés d'actions ont de nouveau atteint les plus hauts de l'année, voire pour certains indices des plus hauts historiques. Les publications de résultats des entreprises ont confirmé leur capacité à préserver des marges bénéficiaires élevées, malgré un tassement désormais plus fréquent des chiffres d'affaires. La FED ayant probablement achevé ses hausses de taux directeurs, les actions américaines ont retrouvé une dynamique haussière, notamment les leaders de la technologie. Les investisseurs

Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

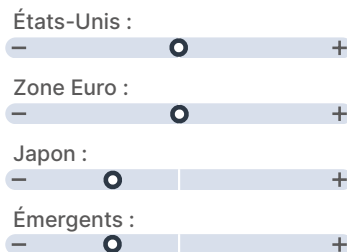


étant toujours très prudents du fait des incertitudes persistantes (dette, banques, géopolitique...), leur positionnement reste probablement trop défensif, d'où la difficulté des marchés à baisser. Notre conviction que les investissements des États et des entreprises seront soutenus à l'avenir justifie notre maintien d'une surpondération sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



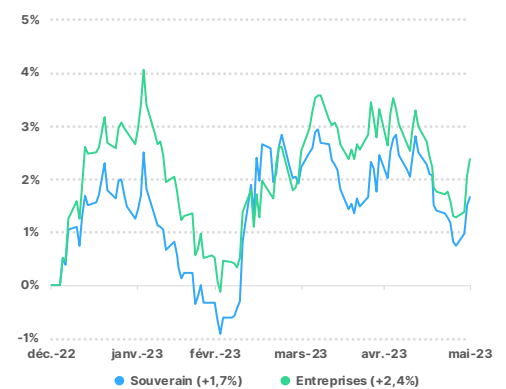
Sous-pondéré Sur-pondéré



Depuis le début d'année, la performance des obligations est instable, et leur volatilité est paradoxalement plus forte que celle des actions. La FED ayant probablement achevé son cycle de relèvement de taux, c'est plutôt une bonne nouvelle pour l'investisseur sur les obligations. Toutefois, les difficiles négociations entre Démocrates et Républicains quant au relèvement du plafond de la dette du pays ont incité à la méfiance à l'égard des dettes de court terme américaines car un défaut, même technique ou temporaire, n'était pas impossible !

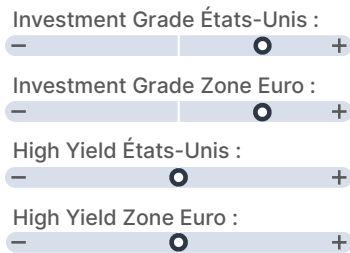
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Comme toujours, le marché américain étant leader de tendance, cela se répercute sur les dettes des entreprises, mais aussi de beaucoup d'autres pays. L'inflation restant forte et le cycle économique plutôt résilient, les obligations d'entreprises nous semblent devoir être privilégiées par rapport aux obligations souveraines.

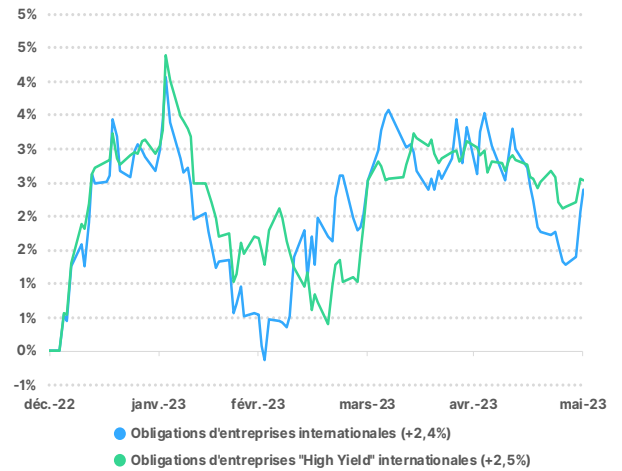
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



La performance des obligations d'entreprises est supérieure à celle des États en ce début d'année, et ceci pourrait continuer durant les prochains mois. En effet, les entreprises démontrant lors de chaque publication trimestrielle qu'elles parviennent à faire passer leurs hausses de prix, ceci est un facteur rassurant pour les investisseurs, la solvabilité de ces entreprises étant préservée. Le cycle économique se tasse, mais le risque de récession semble toujours modéré à ce stade, c'est pourquoi le risque de défauts de paiements reste contenu. La FED ayant probablement achevé son cycle de hausse de taux, les investisseurs devraient se porter

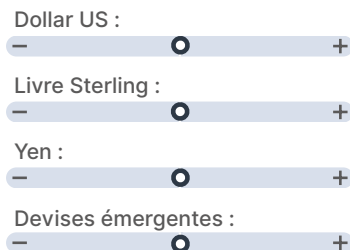
Performance des obligations d'entreprises dans le monde (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



plus confortablement sur les obligations, d'autant que l'inflation continue de se tasser. L'équilibre rendement-risque nous semble justifier de rester surpondérés sur les obligations d'entreprises, en privilégiant toutefois les entreprises solides.

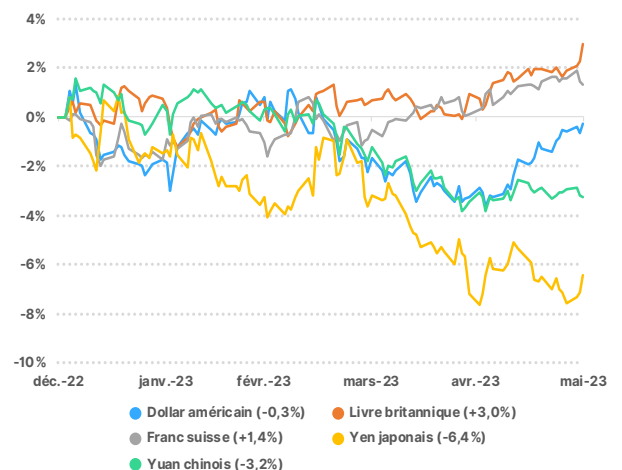
DEVISES



La dynamique d'appréciation de l'Euro s'est un peu tassée en mai, mais ce mouvement pourrait être temporaire. Les investisseurs se réfugient en effet paradoxalement sur le Dollar durant l'actuelle phase de négociations pour le relèvement du plafond de la dette américaine. Ce risque semble toutefois devoir être éphémère, les 2 partis politiques ayant intérêt à finalement s'entendre. Le Yen japonais bénéficie probablement de l'actuelle recherche de devises « refuge », mais aussi des flux acheteurs internationaux pour les actions japonaises. Il sera intéressant d'observer si le repli actuel du Yuan chinois se prolonge,

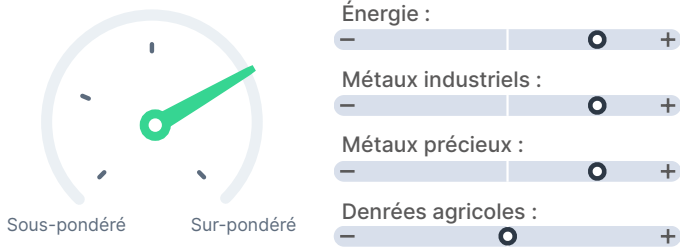
Performance des grandes devises face à l'Euro (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



et si la devise redevient donc un instrument délibéré de compétitivité à l'exportation. Pour les résultats des entreprises, comme pour les allocations d'actifs, il convient de rester vigilant quant aux impacts des devises, car cela affecte fortement les performances.

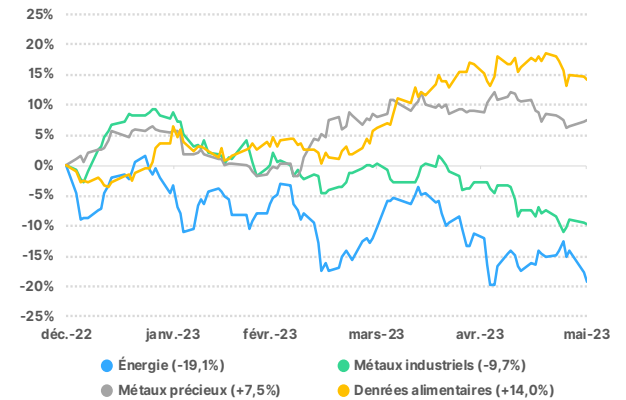
MATIÈRES PREMIÈRES



La dispersion de performance entre catégories de matières premières est très forte en ce début d'année. La reprise économique chinoise décevant les attentes des investisseurs, cela pèse sur les prix des ressources énergétiques et des métaux industriels. De plus, les pays développés voient leur croissance se tasser progressivement : il n'y a donc pas d'effet de compensation sur la dynamique de demande. Les matières premières agricoles continuent de s'envoler, ce qui est inquiétant pour le pouvoir d'achat des ménages, et pourrait même encourager des révoltes

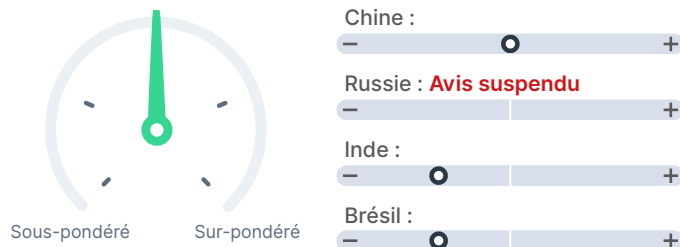
Performance des indices de matières premières (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



sociales dans certains pays émergents. L'or et les métaux précieux sont bien orientés sur l'année, mais fléchissent un peu en mai, probablement du fait du rebond du Dollar. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous paraissant être engagé, c'est pourquoi nous maintenons notre surpondération sur cet actif.

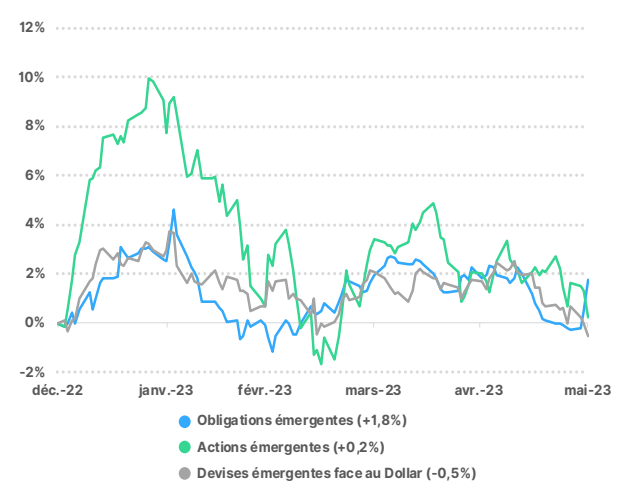
ÉMERGENTS



La performance des actifs émergents est décevante en relatif par rapport à celle des pays développés. En début d'année, nombreux étaient les investisseurs espérant que la réouverture sanitaire chinoise permettrait de doper sa croissance, et que cela tirerait celle des autres émergents. Mais la reprise chinoise est moins forte qu'attendu, et elle bénéficie donc moins qu'espéré à ses partenaires. De plus, la croissance mondiale se tassant, les investisseurs sont réticents à s'exposer aux émergents, ces pays étant considérés comme plus cycliques et plus risqués. Enfin, le choc

Performances des actifs émergents (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

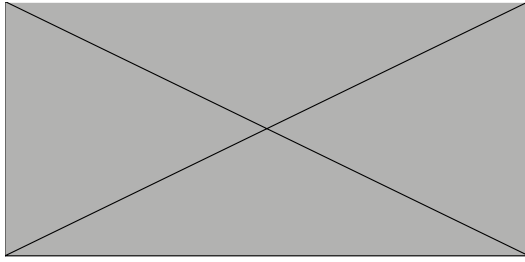


bancaire américain incite à la prudence quant aux pays ou entreprises à qui on accorde ses capitaux, contribuant à la contre-performance des émergents. A ce stade, nous continuons de privilégier dans nos allocations une exposition indirecte aux émergents, via leurs principaux partenaires occidentaux.

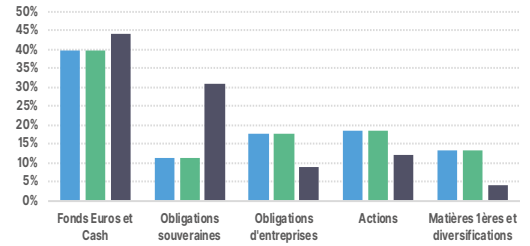
Comparatifs d'allocations entre mai 2023, juin 2023 et la stratégie long terme.

■ Juin 2023 ■ Mai 2023 ■ Allocation long-terme

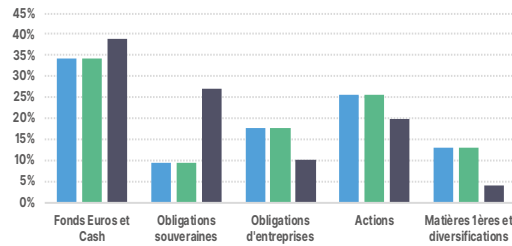
Profil 1 - Prudent



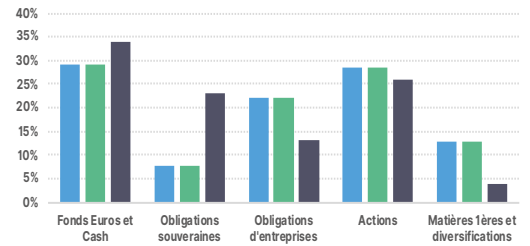
Profil 2 - Prudent



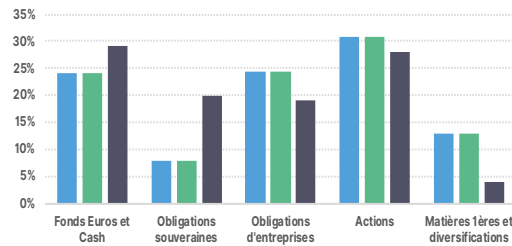
Profil 3 - Défensif



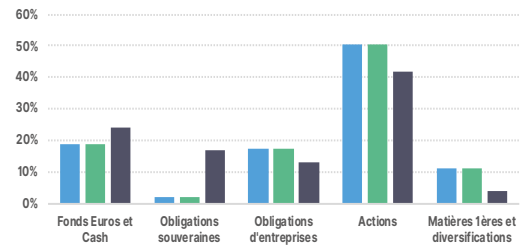
Profil 4 - Défensif



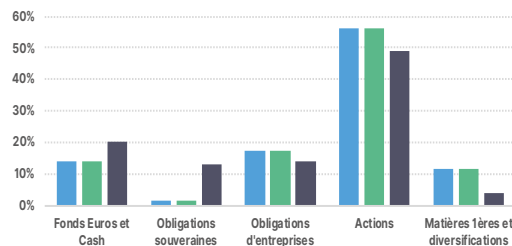
Profil 5 - Équilibré



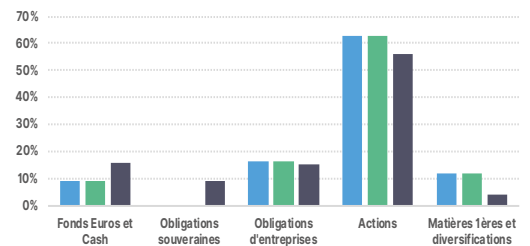
Profil 6 - Équilibré



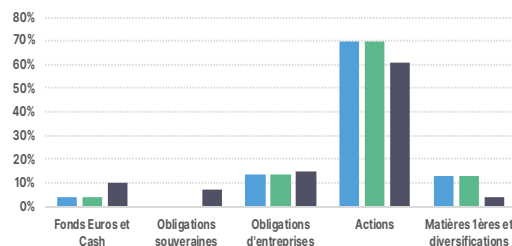
Profil 7 - Offensif



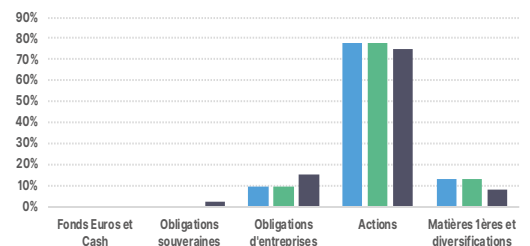
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Souscrire un contrat au profit de son conjoint avec des fonds communs : Quelles précautions prendre ?

Si vous avez souscrit un contrat d'assurance vie pour lequel votre conjoint est bénéficiaire et que vous l'avez alimenté par des fonds issus de la communauté, vous devez être particulièrement vigilant sur les conséquences civiles et fiscales liées à ce financement.

En effet, dans le cas où le conjoint bénéficiaire viendrait à décéder avant l'assuré (i.e vous), le contrat d'assurance vie n'est pas dénoué : il subit alors un traitement civil différent du traitement fiscal.

Traitement civil et fiscal, quelle différence ?

Dans une succession, nous distinguons le rapport civil et le rapport fiscal. La règle du rapport civil concerne le règlement de la succession. L'opération consiste à réintégrer fictivement dans le patrimoine du défunt les donations passées. Les bénéficiaires des donations n'ont pas à se dessaisir des biens reçus, c'est leur valeur qui est ajoutée au patrimoine du défunt.

Nous déterminons alors quelle part revient

aux héritiers réservataires.

La règle du rapport fiscal concerne quant à elle, le calcul de l'impôt.

Comment est traité l'assurance vie alimenté avec fonds commun ?

Sur le plan civil : si l'épargne de l'assurance-vie a été constituée avec des fonds communs, la valeur de rachat du contrat fait partie de l'actif de la communauté. La moitié de la valeur de rachat de l'épargne sera donc intégrée dans la succession au décès du premier conjoint.

Sur le plan fiscal : la réponse ministérielle Ciot (AN 23-2-2016) précise que la valeur de rachat d'un contrat d'assurance-vie souscrit avec des fonds communs et non dénoué au décès de l'époux bénéficiaire de ce contrat ne doit pas être intégrée fiscalement à l'actif de la communauté. Elle n'est donc pas prise en compte pour le calcul des droits de mutation dus par les héritiers de l'époux prédécédé.

Ce contrat ne sera éventuellement taxé

pour ses bénéficiaires, qu'au décès du conjoint survivant souscripteur, dans les conditions de droit commun de l'assurance-vie.

Qu'advient-il du contrat si le bénéficiaire décède avant l'assuré-souscripteur ?

Cette notion a fait l'objet de nombreux amendements/arrêts/réponses et pourrait être évolutive par la suite.

Si le conjoint bénéficiaire décède avant l'assuré-souscripteur, le contrat d'assurance vie n'est pas dénoué.

Le contrat fait toujours partie, sur le plan civil, de l'actif de communauté et doit y être inclus pour la moitié de sa valeur de rachat.

En revanche, pour les successions ouvertes depuis le 1er janvier 2016, il n'est plus considéré comme un élément de l'actif successoral imposable.

Le contrat d'assurance vie n'étant dénoué qu'au décès du bénéficiaire, ce n'est qu'à ce moment que les sommes seront soumises à la fiscalité applicable au titre des capitaux décès. D'un point de vue strictement fiscal, le prédécès de l'époux bénéficiaire est donc neutre pour l'ensemble des héritiers.

A noter que cette différence de traitement civil et fiscal résulte d'un changement de position de l'administration fiscale datant de février 2016 (Réponse Ministérielle Ciot). Auparavant, le traitement fiscal du contrat d'assurance vie financé avec des fonds communs était aligné sur le traitement civil : des droits de succession étaient donc dus par les héritiers au décès du bénéficiaire (avant donc le dénouement du contrat).

Quelles solutions pouvez-vous mettre en place ?

Il est toutefois possible d'influer sur le traitement civil et/ou fiscal du contrat d'assurance vie alimenté par des fonds communs en aménageant votre régime matrimonial et/ou en optant pour une co-souscription au premier décès.

Quel est l'intérêt d'aménager votre régime matrimonial ?

Si vous souhaitez assurer le transfert du contrat d'assurance vie (non dénoué au premier décès) au conjoint survivant, vous pouvez aménager votre régime matrimonial en insérant une clause de préciput dans votre contrat de mariage.

La clause de préciput permet en effet d'attribuer au conjoint survivant le contrat d'assurance vie avant tout partage de la communauté et hors succession (étant entendu qu'un avantage matrimonial n'est jamais soumis aux droits de succession).

Si vous souhaitez assurer le transfert du contrat d'assurance vie (non dénoué au premier décès) au conjoint survivant, vous pouvez aménager votre régime matrimonial en insérant une clause de préciput dans votre contrat de mariage.

Sur le plan pratique, il s'agit de signer une convention matrimoniale devant notaire (à noter que son homologation par le tribunal n'est pas obligatoire, sauf en présence d'enfants mineurs).

Quel est l'intérêt de la co-souscription avec dénouement au premier décès ?

Afin d'éviter que la valeur de rachat du contrat soit intégrée à l'actif de communauté lors du décès de l'un des époux bénéficiaires, vous pouvez réaliser, dans le cas d'un placement de fonds issus de la communauté, une souscription conjointe avec votre époux(se) d'un contrat d'assurance vie avec un dénouement au premier décès.

Par ce moyen, le conjoint survivant peut bénéficier des capitaux décès à titre de bien propre, les sommes ne seront en effet pas incluses dans l'actif successoral du défunt.

Cependant, cette solution peut s'avérer moins avantageuse pour les héritiers du conjoint survivant, le contrat d'assurance vie étant dénoué au premier décès les avantages qui y étaient attachés ne pourront donc pas bénéficier aux héritiers lors du second décès.

C'est la raison pour laquelle, il peut être intéressant pour votre famille de prévoir un démembrement de la clause bénéficiaire en désignant le conjoint survivant quasi-usufruiteur et les enfants nus-proprétaires.

Ainsi, au décès du conjoint survivant, les héritiers nus-proprétaires deviendront pleins propriétaires des sommes issues du contrat d'assurance vie, et ce, sans aucune fiscalité.

Le calcul des droits sera fonction de l'âge de l'usufruitier (i.e le conjoint survivant) et aura aussi

un impact sur l'abattement qui s'applique à chaque enfant (les fameux 152 500€ par bénéficiaire).

Exemple pour un contrat de 500 000€

Dans ces exemples, nous allons supposer que le conjoint survivant a 73 ans et que le couple a deux enfants.

1/ Avec mise en place d'une clause démembreée

Âge de l'usufruitier	Valeur usufruit	Valeur nue-proprété
21 à 30 ans	80 %	20 %
31 à 40 ans	70 %	30 %
41 à 50 ans	60 %	40 %
51 à 60 ans	50 %	50 %
61 à 70 ans	40 %	60 %
71 à 80 ans	30 %	70 %
81 à 90 ans	20 %	80 %
Plus de 90 ans	10 %	90 %

Source : impot.gouv

Valeur de l'usufruit : 30% (soit 150 000€)

Valeur de la nue-proprété : 70% (soit 350 000€)

	Montant de l'abattement	Montant des droits à payer
Conjoint survivant	NC	Exonéré
Enfant 1	106 750 €	13 650 €
Enfant 2	106 750 €	13 650 €

2/ Sans mise en place d'une clause démembrée

Le conjoint survivant fait un réemploi des fonds sur un contrat d'assurance vie. Les abattements de 152 000€ ne sont plus accessibles car il ou elle est âgé(e) de 73 ans. Ses enfants devront donc se partager un abattement global de 30 500€ offert aux personnes versant sur un contrat d'assurance vie après 70 ans.

	Montant de l'abattement	Montant des droits à payer
Enfant 1	17 500 €	46 500 €
Enfant 2	17 500 €	46 500 €

La différence est donc considérable !

Notre équipe de conseillers en gestion de patrimoine reste à votre disposition pour échanger vous si vous avez des questions par chat depuis [notre site internet](#) ou par téléphone au **01 80 49 70 00**.

L'équipe des conseillers WeSave

Paul Dubourgais est responsable du pôle patrimonial chez WeSave. Après ses études en Ingénierie Patrimoniale au sein de l'IUP de Caen, il effectue son début de carrière dans différentes structures de gestion privée. Ayant pour souhait que l'investissement haut de gamme soit accessible pour tous et en toute simplicité il rejoint WeSave afin de contribuer à la distribution de ces solutions digitales.



Paul Dubourgais
Responsable du pôle
patrimoine



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 Prudential 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.