

L'ÉCLAIREUR



N°102

SOMMAIRE

02
L'éclairage du
gérant

22
Vues des actifs

20
Le point marchés
financiers

25
Nos vues tactiques
et stratégiques

21
Le point macro
économie

26
Pour aller plus
loin

Dettes souveraines : un problème de crédit-bilité ?

Infrastructures, énergies, défense, éducation, numérique, santé, etc... les États doivent financer de plus en plus de projets majeurs pour conforter leurs souverainetés, ces projets sont tous urgents, et ils nécessitent des capitaux colossaux. En conséquence, les déficits budgétaires deviennent récurrents, les dettes s'accumulent, et ces dérapages financiers inquiètent. Pour preuve, les États-Unis ont perdu en mai leur « Aaa », c'est-à-dire la note attribuée par l'agence de notation Moody's, chargée d'évaluer le risque de non remboursement potentiel de sa dette par le pays. À partir de ce document, essayons de revenir sur cet événement et de faire le point sur ce sujet sensible qu'est le coût des dettes souveraines, et de ses répercussions pour les allocations financières des épargnants.

Quelques rappels préalables :

Une obligation est une reconnaissance de dette vis-a-vis d'investisseurs (les créanciers), par laquelle un État ou une entreprise (l'émetteur de l'obligation) s'engage à effectuer des remboursements réguliers d'intérêts (les coupons) et de la somme empruntée (le capital) jusqu'à une échéance convenue. Il existe des obligations émises sur 1 an, 3 ans, 5 ans, 10 ans, 30 ans, etc... et chaque obligation offre un coupon spécifique, bien que l'émetteur reste le même. En règle générale, le coupon est plus élevé lorsque l'échéance est éloignée, le créancier exigeant une compensation pour les incertitudes additionnelles liées au temps qui passe (i.e. le risque de non remboursement du prêt).

Une obligation est émise dans une devise et, bien évidemment, les fluctuations entre les devises peuvent avoir des impacts sur

les montants finalement perçus par les prêteurs de capitaux. Pour neutraliser ce risque, il est possible d'acheter des produits financiers de couverture, mais cela a un coût qui peut être important et dont il faut tenir compte. Plus la devise est volatile, plus le coût sera élevé pour se protéger de ses éventuelles baisses.

Le responsable de l'équipe de gestion

Vincent Lequertier a de nombreuses années 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.



Vincent Lequertier
Gérant chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

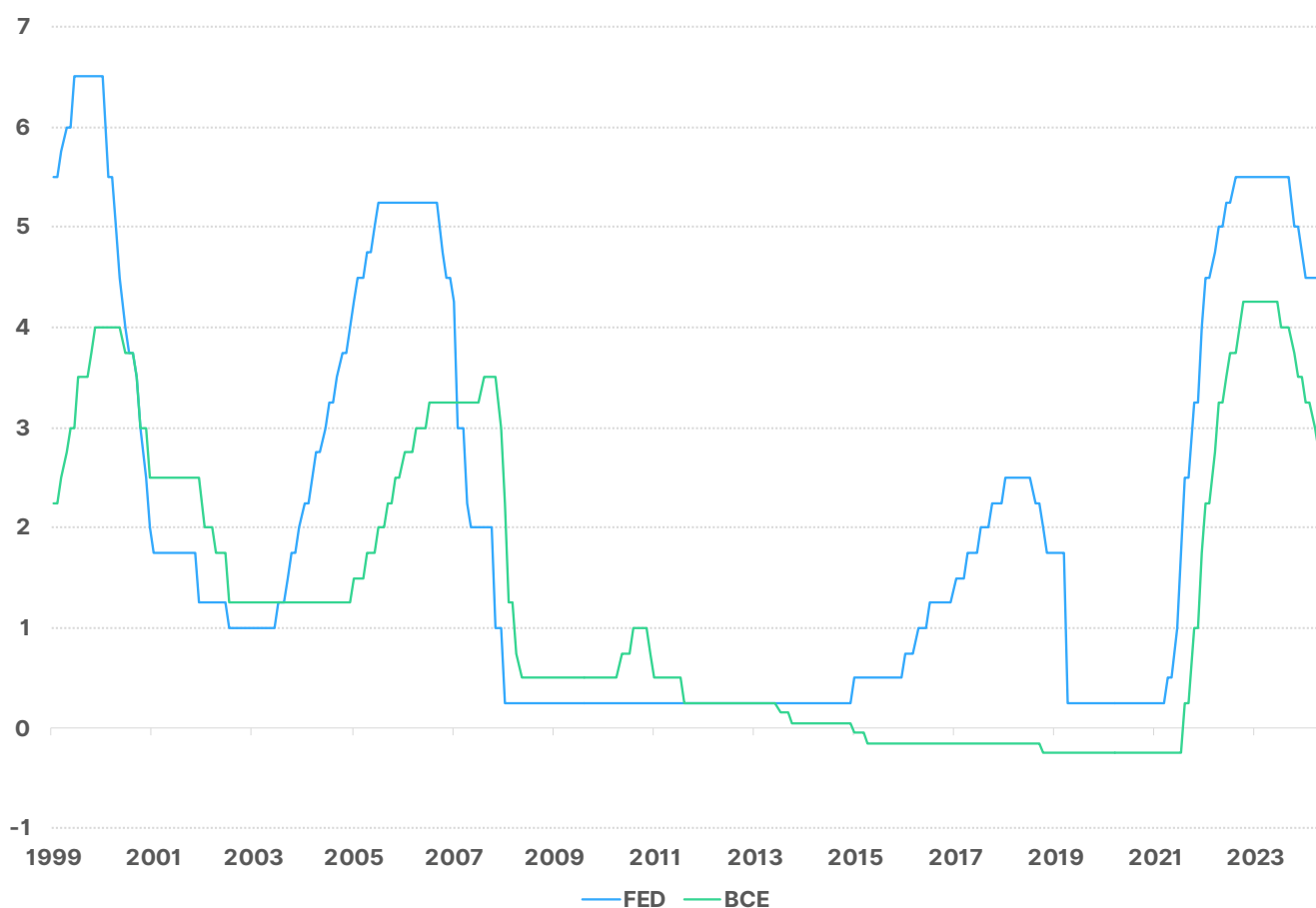
La performance boursière d'une obligation évolue à l'inverse de celle des taux d'intérêts : le prix de l'obligation baisse quand les taux d'intérêts montent, et réciproquement. En effet, si les taux d'intérêts montent, les investisseurs ont intérêt à vendre une partie du stock d'obligations anciennes qu'ils détiennent, et ayant un coupon plus faible, pour acheter à la place les nouvelles obligations servant des coupons plus élevés : ces ventes d'anciennes obligations font mécaniquement baisser le prix des obligations en bourse. Inversement, quand les taux baissent, les anciennes obligations bien rémunérées sont particulièrement recherchées, c'est pourquoi leurs cours de bourse montent.

Les décisions de taux d'intérêts directeurs, prises par

les Banques centrales, influencent très fortement les performances boursières des obligations ayant les échéances les plus courtes (de 1 à 3 ans notamment), alors que les échéances plus éloignées reflètent plutôt les équilibres naturels des marchés financiers et les fondamentaux économiques. Toutefois, les Banques centrales peuvent procéder, si elles le souhaitent, à des achats d'obligations (« quantitative easing »), qu'elles stockent dans leurs Bilans jusqu'à l'échéance de l'obligation ou bien qu'elles peuvent revendre (« quantitative tightening ») pour ré-alléger leurs Bilans. Les Banques centrales ont une influence MAJEURE sur les obligations, soit par leurs décisions de politique monétaire, soit au travers de la gestion de leurs Bilans.

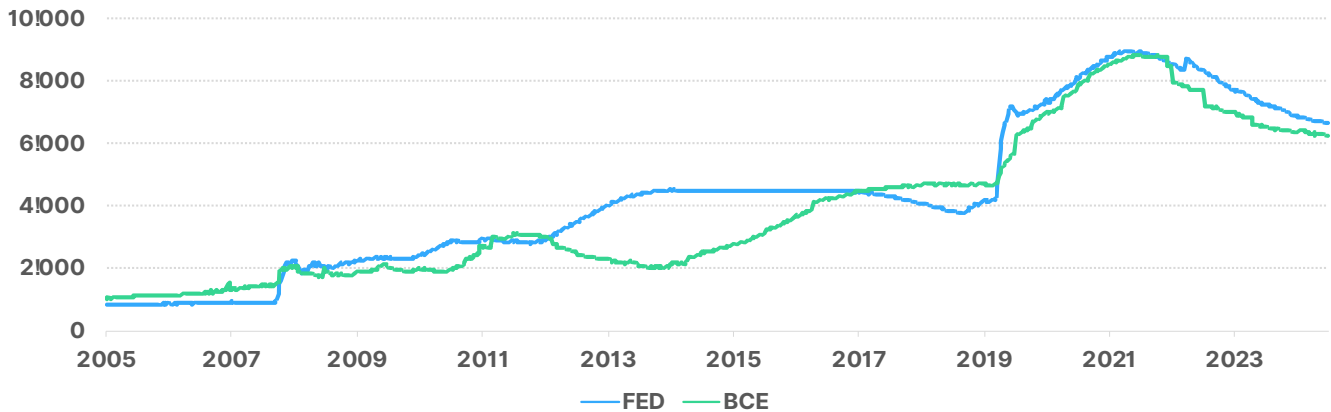
Taux directeurs de la FED et la BCE (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Bilan de la BCE et de la FED dans leurs devises respectives (en Mds)

Sources : Refinitiv, WeSave



Point de situation sur les obligations souveraines :

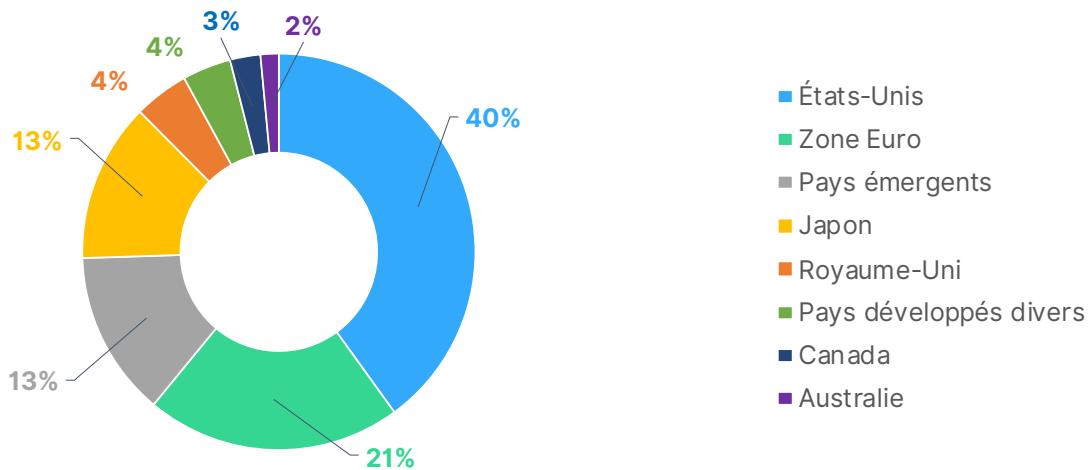
En 2025, le marché mondial des obligations souveraines est estimé à 70 000 Mds \$. Les obligations des États-Unis représentent 28 600 Mds \$, soit environ 40% du marché mondial des obligations souveraines : ceci explique l'attention

toute particulière qu'il convient d'accorder aux fluctuations des obligations américaines.

Les obligations des États-Unis représentent 28 600 Mds \$, soit environ 40% du marché mondial des obligations souveraines...

Répartition des obligations souveraines mondiales

Sources : Refinitiv, WeSave



L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

La notation des États-Unis a été abaissée par l'agence Moody's en mai 2025; Fitch avait effectué ce mouvement en 2023 et S&P l'avait fait dès 2011, juste après la grande crise financière de 2008. Pour autant, la note du pays reste parmi les meilleures au monde, pouvant être estimée à 19/20 ! Une obligation « Investment grade » désigne des emprunts jugés très sûrs, émis par des États ou des entreprises solides ... les pays du G7 sont tous dans cette catégorie. À l'inverse, une obligation « High yield » correspond à des emprunteurs bien

plus risqués, mais dont les obligations rapportent plus aux créanciers car l'emprunteur inspire moins confiance et doit payer une « prime de risque » pour compenser l'hypothèse d'un défaut de paiement. Les investisseurs professionnels ont souvent, pour la gestion de leurs fonds, des contraintes de niveaux de notation minimale des émetteurs d'obligations à respecter ... voir sa note abaissée par un émetteur peut donc avoir parfois de très fortes répercussions car le gérant peut être OBLIGÉ de vendre les obligations ayant vu leur note abaissée.

Système de notation des obligations par les agences de notation et classement des pays du G7

Sources : Refinitiv, WeSave

	Moody's	S&P	Fitch	Note /20
Investment Grade	Aaa 🇺🇸🇨🇦	AAA 🇺🇸🇨🇦	AAA 🇺🇸	20,0
	Aa1 🇺🇸	AA+ 🇺🇸	AA+ 🇺🇸🇨🇦	19,0
	Aa2	AA 🇺🇸	AA	18,1
	Aa3 🇺🇸🇨🇦	AA- 🇺🇸	AA- 🇺🇸🇨🇦	17,1
	A1 🇯🇵	A+ 🇯🇵	A+	16,2
	A2	A	A 🇯🇵	15,2
	A3	A-	A-	14,3
	Baa1	BBB+ 🇮🇹	BBB+	13,3
	Baa2	BBB	BBB 🇮🇹	12,4
	Baa3 🇮🇹	BBB-	BBB-	11,4
High Yield	Ba1	BB+	BB+	10,5
	Ba2	BB	BB	9,5
	Ba3	BB-	BB-	8,6
	B1	B+	B+	7,6
	B2	B	B	6,7
	B3	B-	B-	5,7
	Caa1	CCC+	CCC	4,8
	Caa2	CCC		3,8
	Caa3	CCC-		2,9
	Ca	CC	CC	1,9
Ca	C	C	1,0	
C	D	D	0,0	

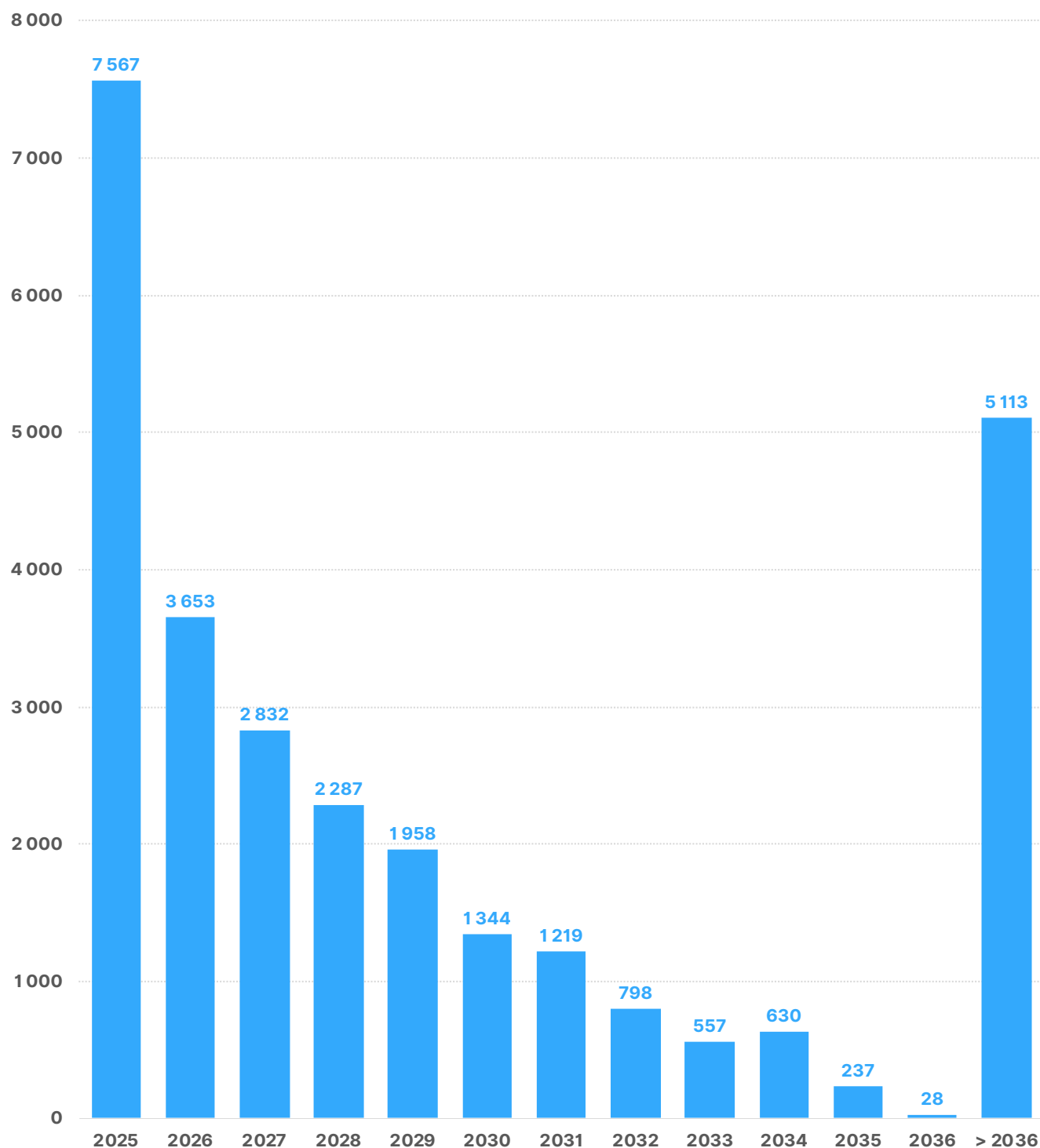
L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

27% du total de la dette américaine arrive à échéance en 2025, et 50% du total doit être remboursé entre 2025 et 2027. La dette américaine repose donc actuellement surtout sur des échéances courtes, ce

qui signifie que le coût de financement du pays est très sensible aux décisions de la Banque centrale américaine (FED), d'où les rapports tendus entre D.Trump et J.Powell (Président de la FED).

Répartition de la dette américaine par échéance de remboursement (Mds \$)

Sources : Refinitiv, WeSave



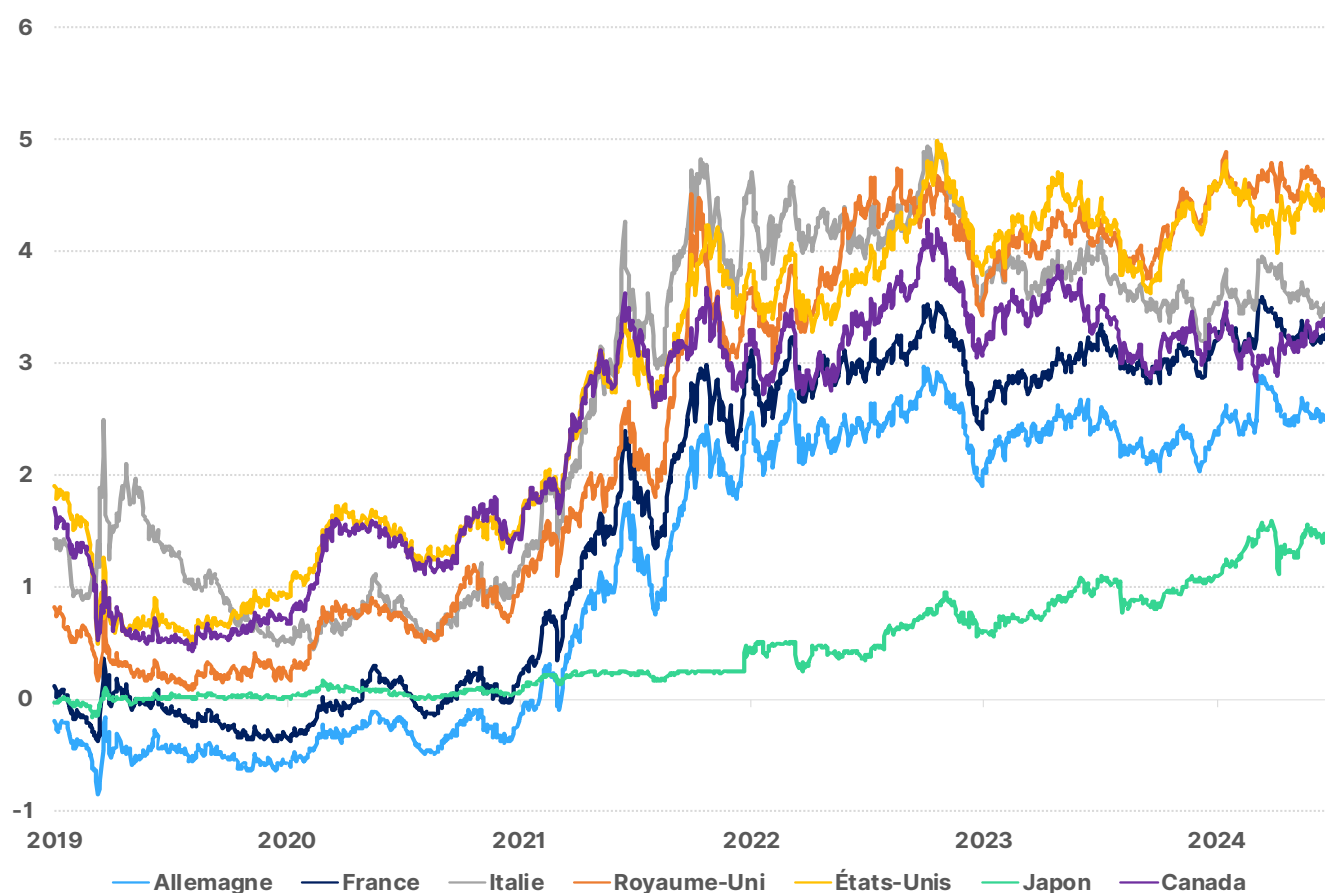
Selon les dernières données du Trésor américain, le taux d'intérêt moyen sur l'ensemble de la dette souveraine du pays s'élevait à 3,28% en décembre 2024. Ce taux a plus que doublé depuis 2020 (il était inférieur à 1,5%) du fait de la hausse des taux directeurs par la FED depuis 2022. À eux seuls, les intérêts de la dette américaine représentent 952 Mds \$ (un quadruplement depuis 2017 !), soit désormais plus que le budget alloué chaque année

l'Administration Trump et les investisseurs.

La dette américaine est essentiellement détenue par les américains eux-mêmes : ¼ est détenue par des investisseurs non résidents (cette part était de 33% en 2008). La FED détient à ce jour autour de 15% de la dette du pays, contre 26% en 2021 : après les achats massifs d'obligations liés à la COVID, un « quantitative tightening » est en cours. La question

Taux à 10 ans des pays du G7 depuis la COVID (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



à la défense américaine, ou bien encore autour de 2,6% du PIB du pays. Selon le Congressional Budget Office (CBO, ou Bureau du budget du Congrès américain), d'ici 2035 ces coûts pourraient dépasser 1 800 Mds \$ (4,1% du PIB). La question de la soutenabilité de la dette américaine se pose donc de façon bien plus pressante, inquiétant

de la « fidélité » des investisseurs à l'égard de la dette américaine peut légitimement interroger, dans la mesure où la guerre tarifaire engagée par l'Administration Trump pourrait provoquer des réflexes de « patriotisme financier » par les investisseurs étrangers.

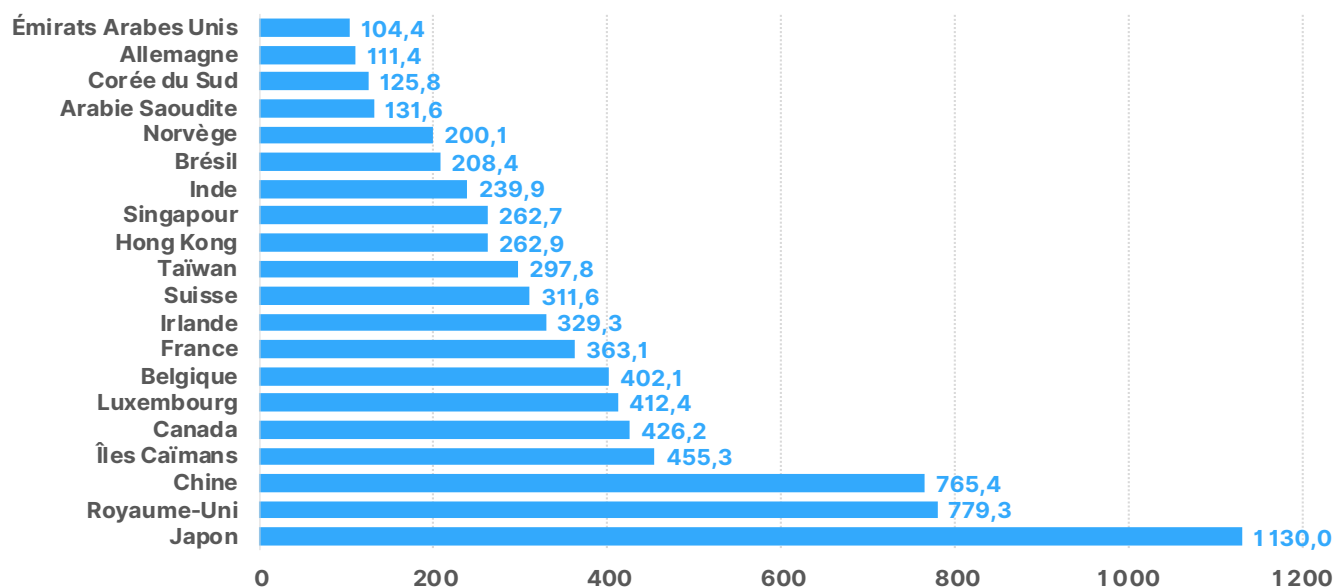
Structure de détention de la dette souveraine américaine

Sources : Trésor américain, WeSave

Catégorie de détenteurs	Part de la dette totale
Investisseurs étrangers	25%
Zone euro (Luxembourg, Irlande, Belgique, France)	6%
Chine & Hong Kong	3%
Japon	3%
Royaume-Uni	2%
Canada	1%
Centres financiers (Cayman, Suisse, etc...)	4%
Autres étrangers	6%
Gouvernement américain (dette intragouvernementale)	21%
Fonds de pension fédéraux (Sécurité sociale, etc...)	20%
Collectivités locales	1%
Réserve fédérale (FED)	15%
Banques commerciales américaines	6%
Ménages et investisseurs privés (hedge funds, etc...)	33%

Principaux détenteurs non résidents de la dette souveraine américaine (Mds \$)

Sources : Trésor américain, WeSave



L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

La prime de risque d'un pays est l'écart entre ce que l'État paye pour emprunter et la vitesse à laquelle son économie progresse, inflation incluse. Plus cet écart est grand, plus la dette coûte cher à gérer. Comme on peut l'observer sur le tableau qui suit, en dépit de leur excellente notation, les États-Unis doivent payer une prime de risque actuellement : les investisseurs sont donc réservés à l'égard de la

dette américaine ! Ce phénomène se retrouve dans le coût de l'assurance (le CDS, ou « Credit Default Swap ») qu'il faut payer pour se protéger contre un hypothétique défaut de paiement des États-Unis. Notons, au passage, que le prix du CDS avait anticipé le risque de dégradation de la note des États-Unis par Moody's, et qu'il se replie même un peu depuis cette date.

Coût de l'assurance pour se préserver d'un défaut de paiement des États-Unis (i.e. le CDS)

Source : WeSave



Calcul simplifié de ce que pourraient valoir les obligations des pays du G7 (i.e. le PIB nominal), et la prime de risque déduite associée à chaque pays

Sources : Refinitiv, WeSave

	PIB attendu moyen de 2025 à 2027 (1)	Inflation attendue moyen de 2025 à 2027 (2)	PIB nominal (1) + (2) = (3)	Taux à 10 ans (4)	Prime de risque (4) - (3) = (5)
Allemagne	0,9%	2,2%	3,1%	2,6%	-0,53%
Canada	1,4%	2,2%	3,6%	3,3%	-0,30%
États-Unis	1,6%	2,7%	4,3%	4,4%	0,10%
France	0,9%	1,6%	2,5%	3,3%	0,73%
Japon	0,6%	1,9%	2,5%	1,4%	-1,13%
Royaume-Uni	1,2%	2,4%	3,7%	4,5%	0,83%
Italie	0,8%	1,9%	2,7%	3,5%	0,80%

Taux d'intérêts américains, qu'est-ce qui relève du structurel ou du conjoncturel ?

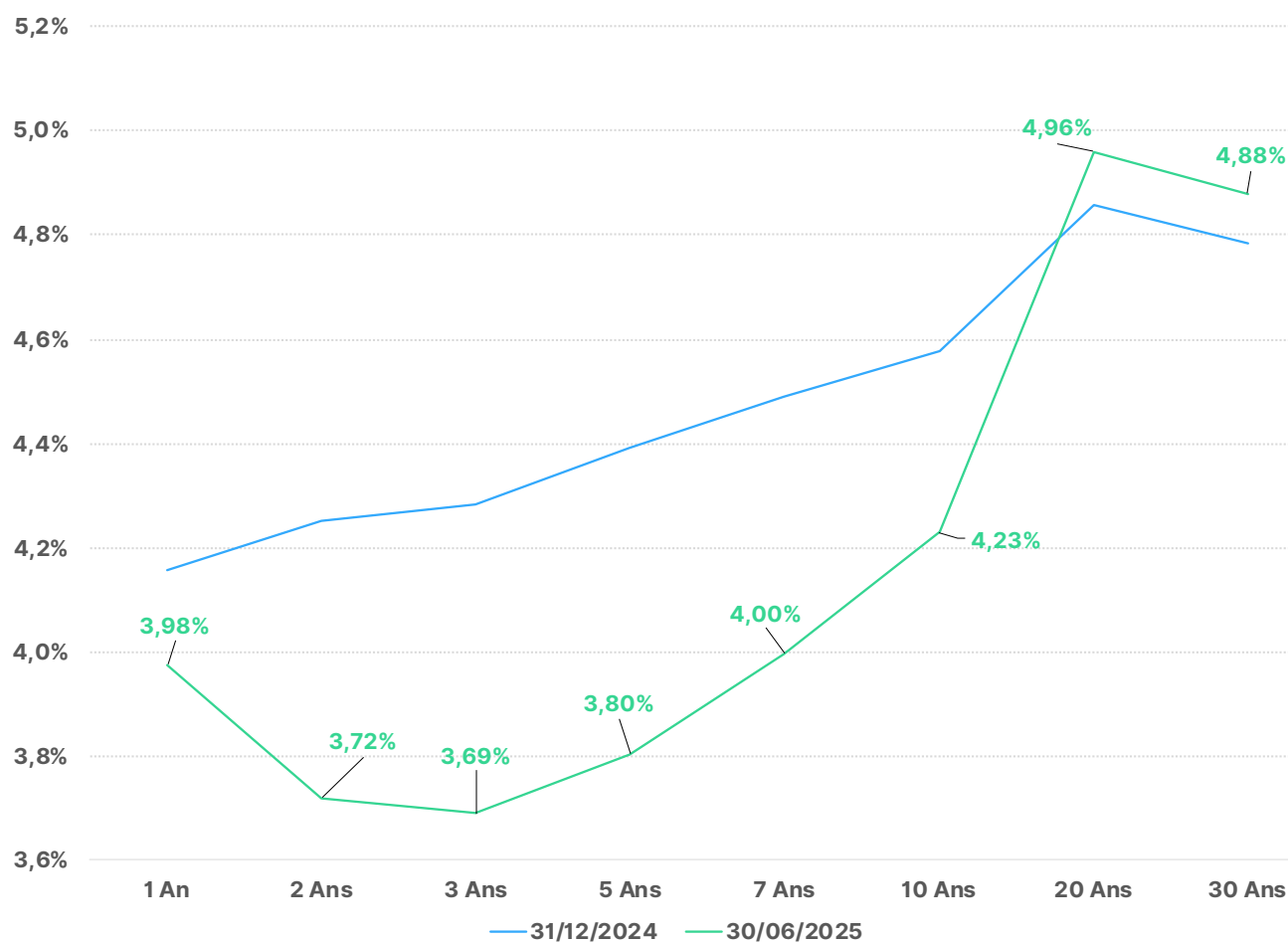
Malgré une très bonne notation persistante, les États-Unis empruntent à un coût plus élevé que beaucoup de pays moins bien notés qu'eux : les taux à 10 ans des États-Unis s'établissent par exemple à 4,4%, quand ceux de la France sont à 3,3% et ceux de l'Italie à 3,5%. De plus, comme on peut le constater sur le graphique qui suit, le coût d'emprunt pour les échéances les plus éloignées

est plus élevé aujourd'hui qu'en fin d'année 2024, traduisant une méfiance de long terme à l'égard du pays. En distinguant les motifs structurels des explications plus conjoncturelles, essayons d'expliquer les dynamiques en cours.

... les taux à 10 ans des États-Unis s'établissent par exemple à 4,4%, quand ceux de la France sont à 3,3% et ceux de l'Italie à 3,5%.

Coûts d'emprunts des États-Unis au 31/12/24 et aujourd'hui, par échéance (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Les dynamiques structurelles :

Depuis les années 80', les États-Unis affichent presque en permanence un double déficit : budgétaire et commercial. Autrement dit, le pays a un train de vie très supérieur à celui auquel il pourrait normalement prétendre, et la production nationale ne permet pas de satisfaire cette frénésie de dépenses. En conséquence, la dette américaine s'envole : 35 000 Mds \$, soit près de 108 000 \$ par habitant (quand le PIB/habitant du pays est autour des 88 000 \$), ou bien encore 323 000 \$ par contribuable ! En dépit de certains discours de façade, il n'y a pas de réelle volonté politique des Démocrates ou des Républicains de restaurer

les finances américaines. Les créanciers du pays exigent alors légitimement une rémunération structurellement plus élevée pour les capitaux prêtés.

En dépit de certains discours de façade, il n'y a pas de réelle volonté politique des Démocrates ou des Républicains de restaurer les finances américaines.

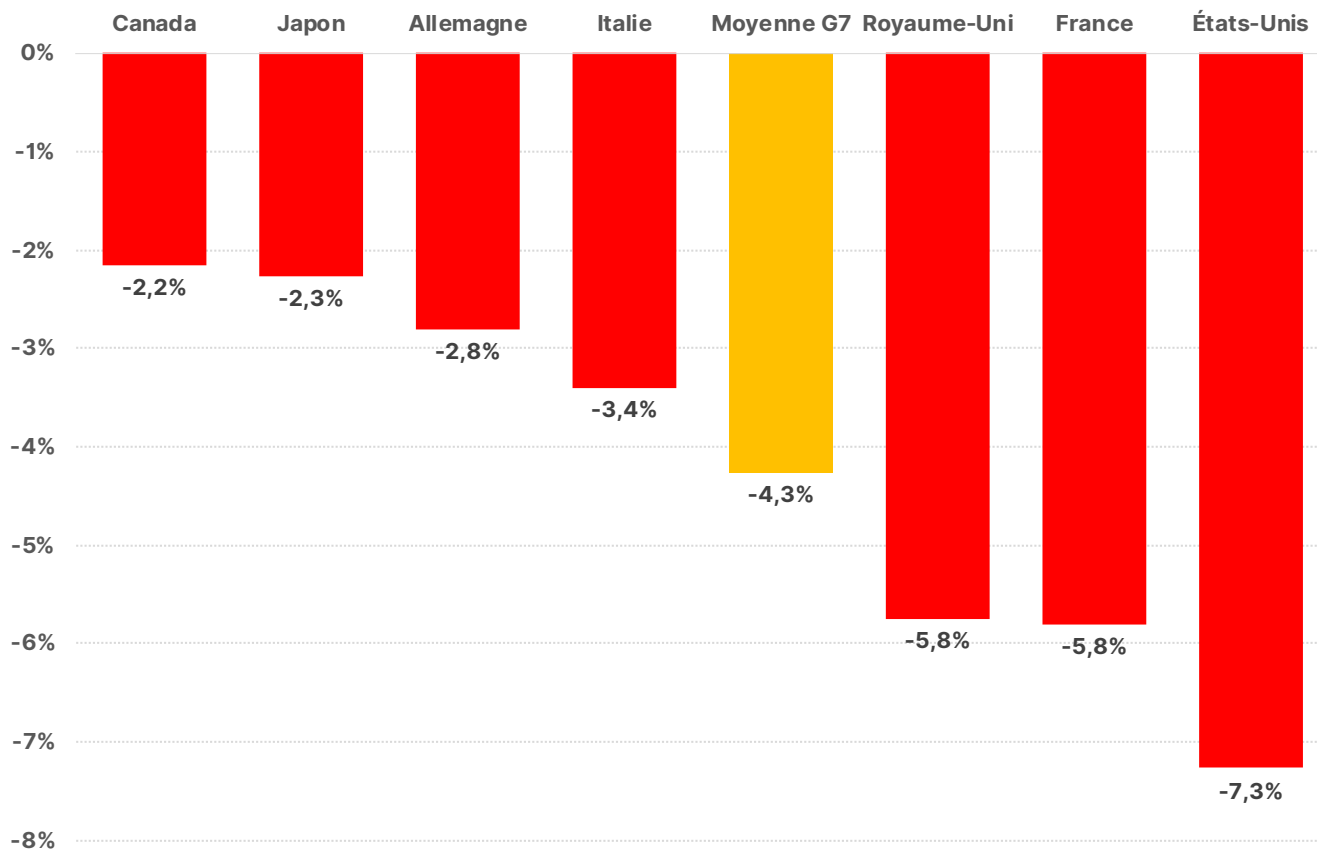
État des finances publiques des pays du G7

Sources : FMI, WeSave

Pays	Dettes totale (Mds \$)	Dettes (% PIB)	Déficit budgétaire 2025 (% PIB)
Allemagne	2 976	62,5%	-2,8%
Canada	2 483	110,8%	-2,2%
États-Unis	35 251	120,8%	-7,3%
France	3 578	113,0%	-5,8%
Italie	3 209	135,3%	-3,4%
Japon	10 110	240,0%	-2,3%
Royaume-Uni	3 689	101,2%	-5,8%
Moyenne G7		124,2%	-4,3%

Déficit budgétaire 2025 des pays du G7 (% PIB)

Sources : FMI, WeSave

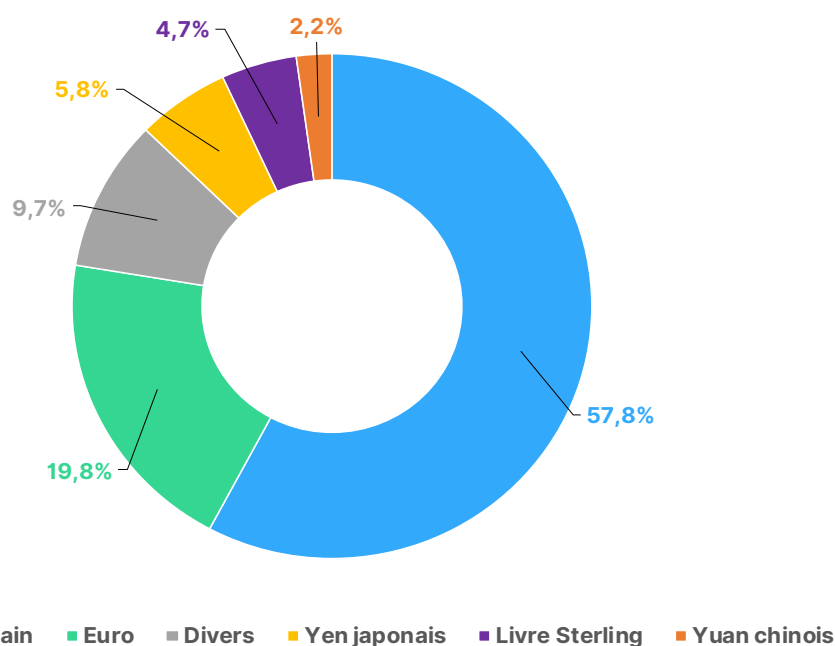


Certains facteurs peuvent être parfois conjoncturels, mais ayant des conséquences structurelles pour la dette ou pour le fonctionnement de très long terme des États. Ainsi, la COVID, les tensions commerciales internationales, la menace des États-Unis d'être désormais moins le « protecteur » militaire de ses partenaires, l'accès restreint à certaines technologies (cf. semi-conducteurs) ou minerais (cf. métaux rares), etc... encouragent les pays ou zones à se replier sur eux-mêmes et à renforcer en urgence leur souveraineté dans tous les domaines. Cette dynamique nécessite évidemment de très importants investissements domestiques, c'est pourquoi il est urgent de réorienter les flux d'épargne à soi-même. Dès lors, les États-Unis disposent désormais de moins de créanciers étrangers pour acheter les obligations qu'ils cherchent à placer, et les pays étrangers deviennent des concurrents plus offensifs pour, eux aussi, attirer les capitaux. Cette compétition entre les États devrait maintenir les rendements des obligations souveraines à des niveaux plus élevés que par le passé.

La guerre en Ukraine et les sanctions américaines qui en ont découlé, autrement dit interdire plus ou moins l'accès au Dollar à la Russie, ont alerté les gouvernements du monde entier quant à leur dépendance chronique au Dollar. Ces pays cherchent désormais à réduire l'usage commercial du Dollar ou bien encore à diminuer sa part dans les réserves stratégiques de devises internationales conservées par leurs Banques centrales. Ce dernier facteur pourrait affecter fortement le financement américain car les pays étrangers plaçaient auparavant leurs Dollars ainsi stockés sur les obligations américaines, de façon à bénéficier d'une rémunération « sans risque ». Toutefois, l'imprévisibilité et la brusquerie de l'Administration Trump conduisent à questionner la gouvernance des États-Unis : la double confiance placée jusqu'alors dans le Dollar et dans les obligations américaines s'étiole désormais ... les États-Unis sont-ils encore une signature « sans risque » ?

Répartition des réserves de changes officielles mondiales

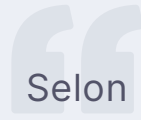
Sources : FMI, WeSave



Les dynamiques conjoncturelles :

En dépit des efforts d'économies budgétaires déployés par E.Musk et son DOGE (Department of Government Efficiency), des taxes douanières universelles d'au moins 10% prélevées sur le monde entier, ou encore de la tentation de l'Administration Trump de taxer un peu plus les Américains les plus fortunés, le projet de budget de D.Trump (« Big Beautiful Bill ») reste gravement déséquilibré et conduira à dégrader encore les finances du pays. Selon le CBO, ce budget pourrait, s'il est validé par le Sénat, ajouter 3 056 Mds \$ de déficits cumulés sur 10 ans, soit 306 Mds par an, ou encore l'équivalent de 1,05% du PIB par an ! De plus, si jamais une récession venait à frapper le pays, jusqu'où le déficit budgétaire pourrait-il être porté pour lutter contre ce cycle économique temporairement défavorable ?

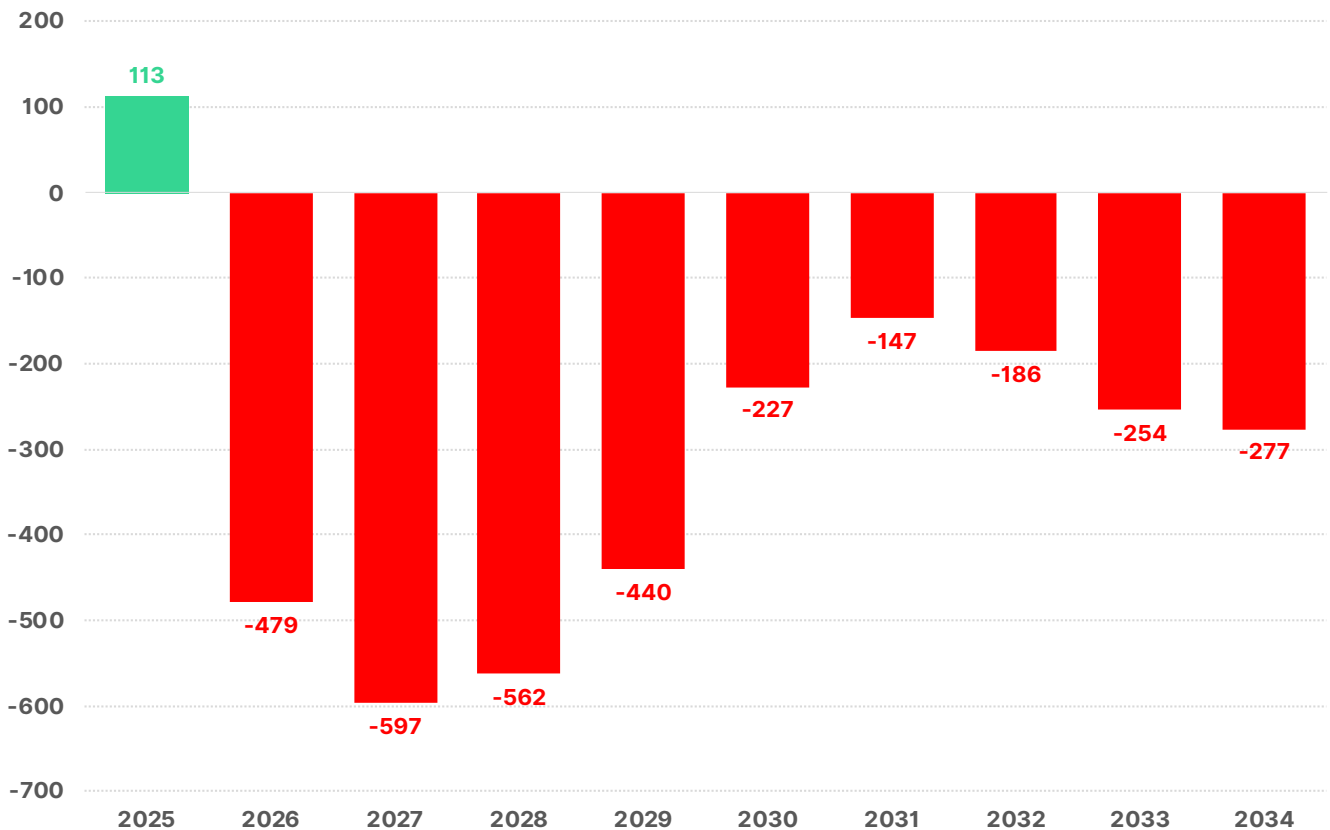
Dans ces circonstances, il n'est pas étonnant que les créanciers soient plus réticents à prêter aux États-Unis ou qu'ils exigent des rendements plus élevés pour ce faire.



Selon le CBO, ce budget pourrait, s'il est validé par le Sénat, ajouter 3 056 Mds \$ de déficits cumulés sur 10 ans, soit 306 Mds par an, ou encore l'équivalent de 1,05% du PIB par an !

Estimation des impacts du «Big Beautiful Bill» sur les déficits budgétaires américains (Mds \$)

Sources : Congressional Budget Office, WeSave



La question qui se pose pour les créanciers est aussi de savoir si les capitaux prêtés à l'État américain seront destinés à des investissements, avec alors un retour sur investissement financier à en attendre pour le pays, ou bien s'il s'agit plutôt de couvrir des dépenses de fonctionnement de l'État ou, pire encore, d'« acheter » le vote de certains électeurs par certaines largesses financières. L'Administration Trump souhaite baisser la fiscalité sur les ménages et sur les entreprises, s'attendant à ce que cela dynamise la croissance du pays. Toutefois, la trésorerie ainsi dégagée par les ménages pourrait être affectée à l'épargne plutôt qu'à l'investissement ou à la consommation. De même, les entreprises peuvent préférer investir à l'étranger plutôt qu'aux États-Unis, ou bien privilégier les versements de dividendes à leurs actionnaires ou encore racheter leurs propres actions, ce qui n'aurait que très peu d'effet bénéfique pour la croissance du pays. L'Administration Biden avait, elle aussi, fortement

utilisé des déficits budgétaires et de la dette, mais en fléchissant les capitaux vers l'investissement productif (cf. « Chips and Science Act », « Inflation Reduction Act » par exemple). Telle peut être là une des grandes faiblesses de la politique économique de D.Trump !

La politique économique engagée par l'Administration Trump devrait, au moins temporairement, affecter négativement la croissance du pays et engendrer un surcroît d'inflation. La FED est donc écartelée entre ses deux objectifs contradictoires que sont la maîtrise de l'inflation et le soutien à l'emploi. De plus, les incessants va-et-vient sur le calendrier et sur le niveau des tarifs douaniers à appliquer perturbent fortement le sentiment des agents économiques et les statistiques utilisées par la FED pour prendre ses décisions de politique monétaire. Par surcroît, D.Trump reste très flou quant à ses intentions à l'égard du Dollar : doit-il être fort ou faible ? Enfin, les pressions exercées par D.Trump sur la FED peuvent

Taux directeurs anticipés par les marchés financiers pour la FED et ampleur des baisses attendues

Sources : Refinitiv, WeSave

	FED	
Taux actuel :	4,38%	
mercredi 30 juillet 2025	4,28%	-0,09%
mercredi 17 septembre 2025	4,04%	-0,34%
mercredi 29 octobre 2025	3,87%	-0,51%
mercredi 10 décembre 2025	3,67%	-0,71%
mercredi 28 janvier 2026	3,55%	-0,83%
mercredi 18 mars 2026	3,40%	-0,97%
mercredi 29 avril 2026	3,32%	-1,06%
mercredi 17 juin 2026	3,20%	-1,18%
mercredi 29 juillet 2026	3,11%	-1,27%
mercredi 16 septembre 2026	3,03%	-1,35%

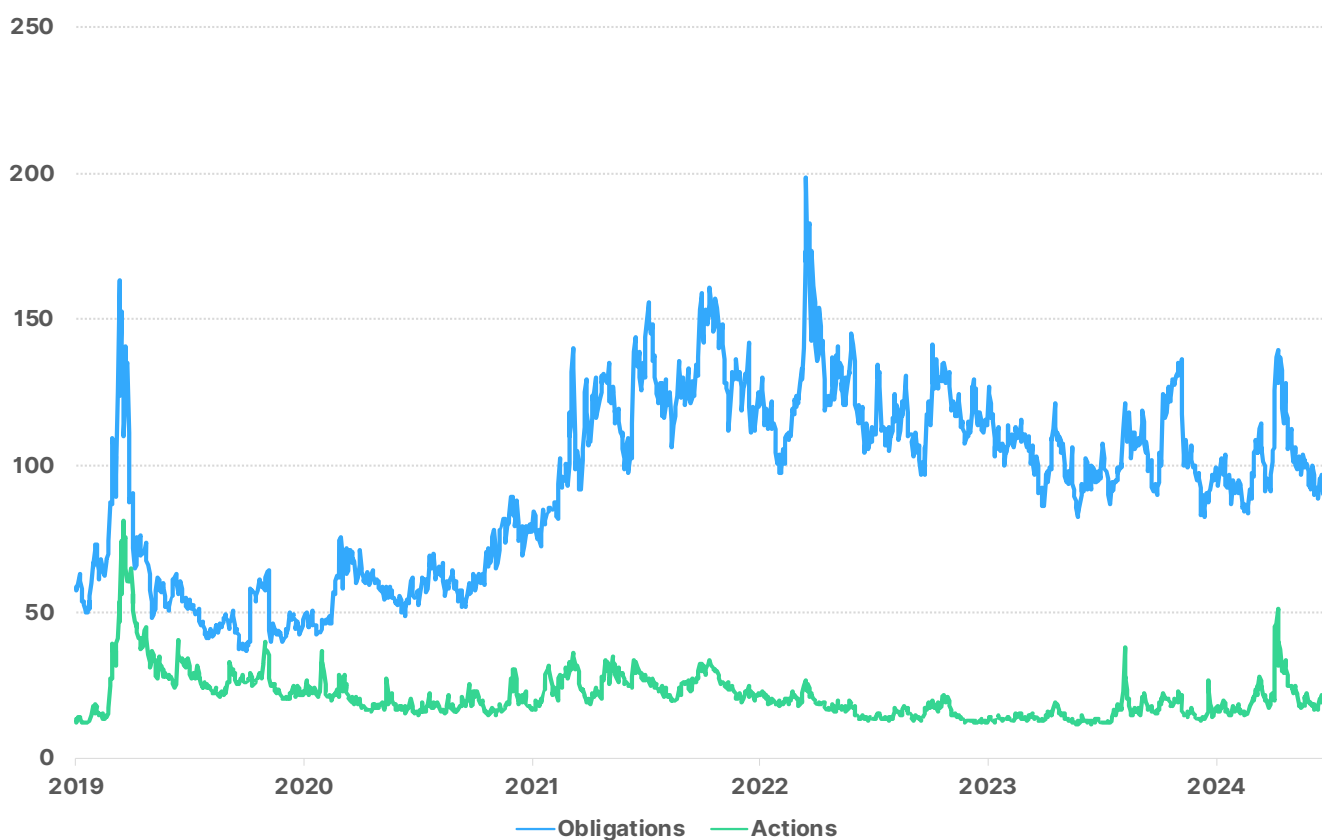
être contre-productives, incitant l'institution à défendre plus fermement son indépendance. Dès lors, le statu quo sur les taux directeurs semble être la décision la plus logique pour la FED, même si cela signifie de reporter d'autant les baisses de taux que les marchés attendaient durant l'année : ce facteur exerce logiquement une pression à la hausse sur le coût d'emprunt des États-Unis.

Les actuels mouvements sur les obligations pourraient aussi avoir des explications plus techniques que fondamentales, et relever d'un défaut temporaire de liquidité des marchés plutôt que de refléter des doutes quant à la solvabilité des États-Unis. Ainsi, lorsque la volatilité monte sur cette classe d'actifs, les investisseurs institutionnels ont tendance à « réduire systématiquement la voilure » :

la tentation est forte de « passer son tour » lors des adjudications du Trésor américain, ou bien d'être en tout cas moins offensif pour obtenir ces nouvelles obligations, en dépit de leurs rendements a priori attractifs. En effet, le Dollar ayant tendance à se déprécier en relatif actuellement, il peut être parfois plus intéressant pour les investisseurs institutionnels d'allouer leurs capitaux sur un État européen par exemple qui, même s'il offre un coupon inférieur à celui des États-Unis, compense cette faiblesse relative par la dynamique favorable de l'Euro. Cette stratégie consistant pour les investisseurs obligataires à réaliser une meilleure dispersion des risques en réduisant l'exposition relative à la dette américaine se justifie d'autant plus que le « patriotisme financier » est parfois même souhaité par la clientèle porteuse de ces fonds.

Volatilités respectives des obligations et des actions américaines

Sources : Refinitiv, WeSave



Quelques réflexions quant aux impacts sur l'épargne :

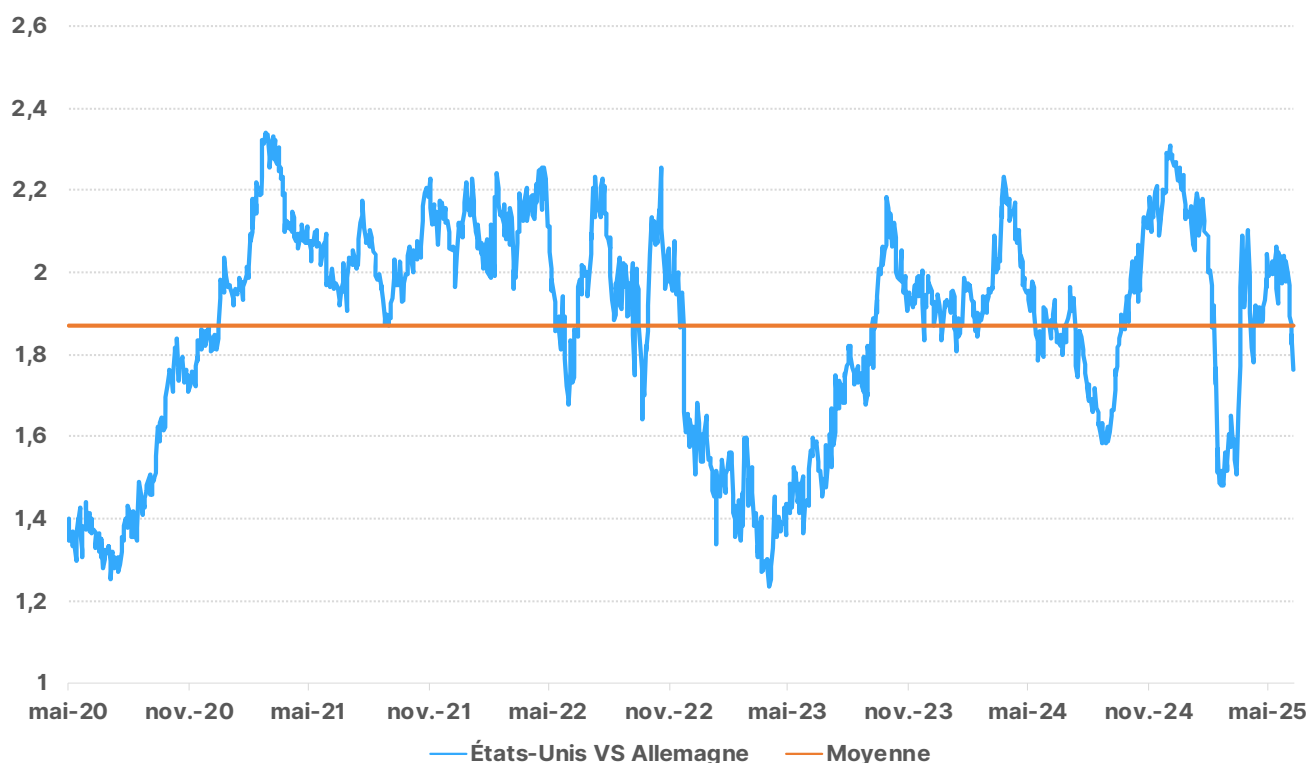
L'attention des investisseurs se porte en priorité sur les obligations américaines mais, si on compare le comportement des obligations à long terme du pays à celles par exemple de l'Allemagne, on se rend compte que les fluctuations sont finalement assez homogènes entre ces obligations. Autrement dit, il faut plutôt voir dans les tensions obligataires actuelles une réévaluation systématique de l'inflation, des déficits budgétaires et de la dette des principaux pays au monde et non pas des seuls États-Unis. Bien entendu, les chocs cycliques continueront de faire baisser ponctuellement les coûts d'emprunts des États, puisque les Banques

centrales baissent alors leurs taux directeurs, mais les rendements des obligations souveraines devraient être STRUCTURELLEMENT plus élevés que par le passé, l'équilibre entre les besoins d'investissements des États et celui de l'épargne disponible s'étant déformé en faveur des créanciers.

Autrement dit, il faut plutôt voir dans les tensions obligataires actuelles une réévaluation systématique de l'inflation, des déficits budgétaires et de la dette des principaux pays au monde et non pas des seuls États-Unis.

Différence entre les taux à 20 ans américains et allemands et sa moyenne

Sources : Refinitiv, WeSave



L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

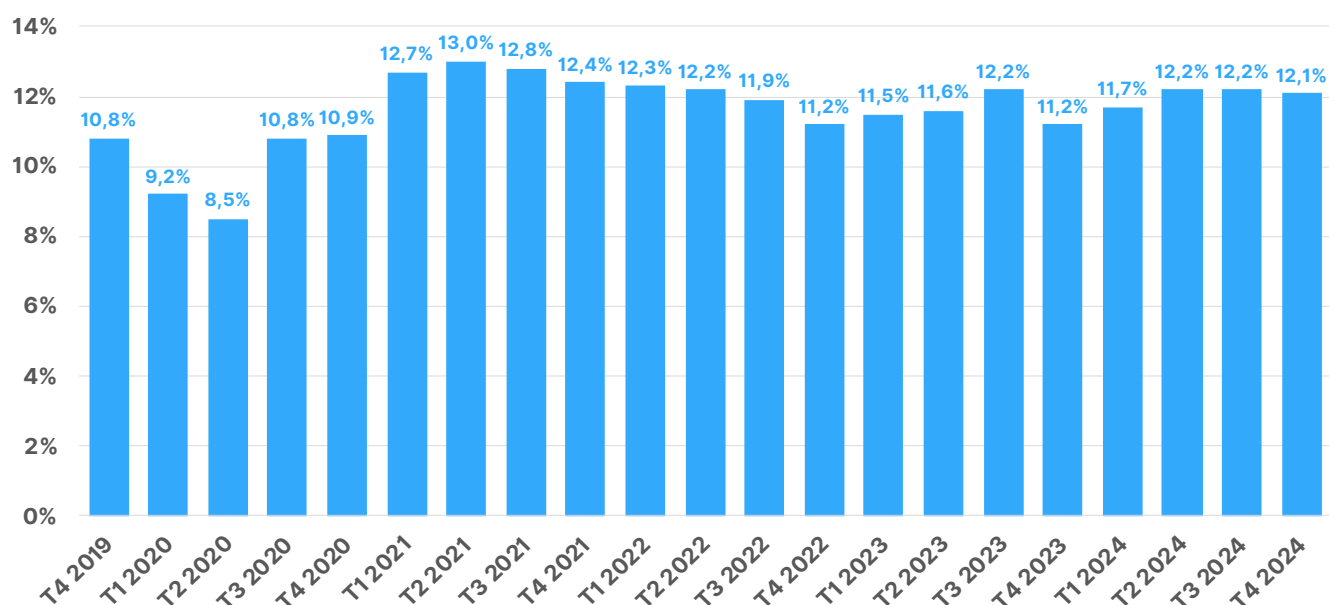
Puisque les États cherchent tous à attirer à eux les capitaux, et cela de préférence sur les échéances les plus éloignées, il est probable que l'on assiste à une « nationalisation » progressive des achats d'obligations, avec une dépendance accrue aux investisseurs domestiques. En d'autres termes, on ne peut pas exclure le recours ponctuel à des emprunts obligatoires auprès de la population, à ce que les institutions financières soient contraintes (notamment au travers de leurs ratios prudentiels) de détenir les obligations de leur pays, ou bien encore que chaque Banque centrale soit sollicitée pour acheter ces obligations (donc le retour des « quantitative easings »).

La compétition pour attirer à soi les capitaux pourrait affecter le coût d'emprunt des entreprises. En effet, pour déterminer le rendement d'une obligation d'entreprise, les créanciers partent généralement du coût d'emprunt de l'État et lui ajoutent une prime de risque correspondant à l'hypothèse de défaut de paiement de l'entreprise. Faut-il craindre alors que le coût d'emprunt des entreprises s'aligne

systématiquement sur la progression de celle des États ? En réalité, les grandes multinationales disposent de Bilans sains, voire même très sains, car la COVID et l'hyper-inflation qui s'en est suivie les ont contraintes à une gestion très étroite de leur trésorerie, et elles ont souvent passé d'importantes hausses de prix, d'où des marges bénéficiaires particulièrement élevées aujourd'hui. Pour certaines entreprises, la hausse des rendements souverains est même une opportunité, puisque cela permet de faire fructifier plus favorablement la trésorerie disponible. De plus, les emprunts des États sont autant de soutiens à l'activité économique, autrement dit cela profite aux chiffres d'affaires et aux bénéfices réalisés par les entreprises. En d'autres termes, il y a implicitement un transfert de richesse en cours, via les emprunts souverains, s'opérant des États vers le secteur privé, et une charge de la dette que devront assumer les contribuables de chaque pays au profit des épargnants. Dès lors, investir structurellement sur les obligations ou sur les actions des entreprises pourrait offrir d'intéressants rendements-risques durant les prochains mois et années.

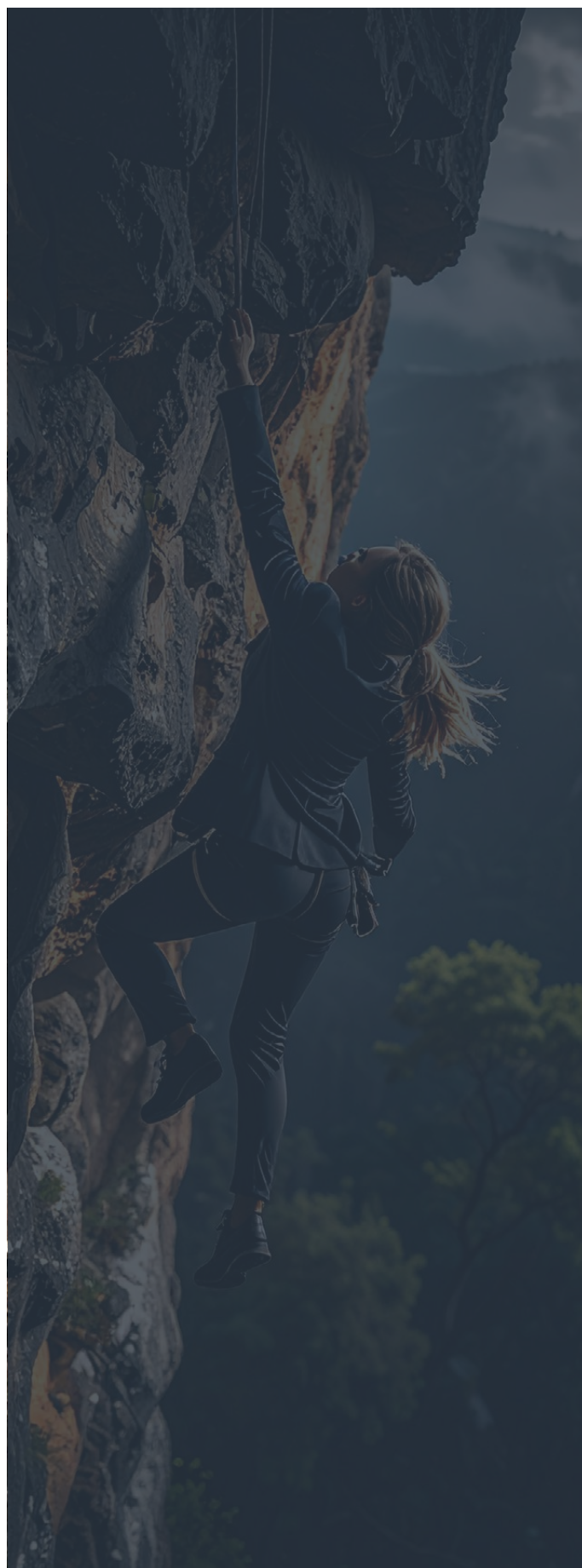
Marges bénéficiaires des entreprises du S&P500

Sources : FactSet, WeSave



Conclusion :

Au vu du comportement des marchés obligataires, les investisseurs ont à l'évidence dépassé le stade de la guerre commerciale pour s'inquiéter désormais surtout du financement des États. Cette vigilance des investisseurs obligataires est une bonne chose, car atténuant le risque de formation de bulles spéculatives. Il convient aussi de rappeler qu'historiquement, la question n'est pas tant celle des rendements absolus atteint par les obligations, mais plutôt la vélocité de leur hausse, et les autorités en ont parfaitement conscience. Ainsi, le recul de l'Administration Trump sur les tarifs douaniers s'explique très probablement par la vitesse à laquelle les taux se sont brutalement tendus : passer pour le 10 ans américain d'un rendement de 3,99% le 4 avril (juste après le « Liberation Day ») à 4,49% le 11 avril. Les marchés financiers conservent donc, au travers des fluctuations des obligations plutôt que de celles des actions, un pouvoir d'influence sur la politique économique déstabilisante menée par D.Trump.



Répartition de la détention des obligations de l'État japonais.

Le cumul de dette de l'État japonais s'élève actuellement à 10 110 Mds \$, soit un ratio de dette/PIB de 240%.

La dette souveraine japonaise reste très majoritairement détenue par les investisseurs résidents, puisque seulement 6,4% est détenue par des créanciers étrangers.

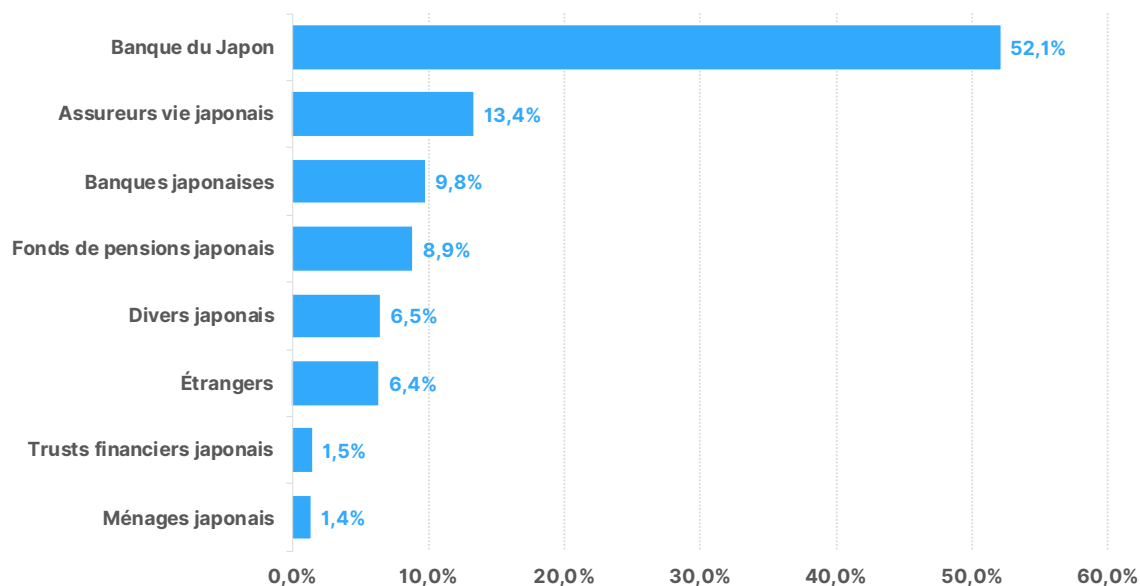
La Banque du Japon (BoJ) est de très loin le principal porteur de cette dette, puisqu'elle en détient 52,1% du total, devant les assureurs (13,4%) et les banques (9,8%) du pays.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

L'actuelle volatilité sur la dette japonaise inquiète les observateurs. La BoJ est écartelée entre sa volonté de lutter contre l'inflation et de restaurer son Bilan d'un côté et, de l'autre, sa volonté de soutenir la croissance fragilisée par les tensions tarifaires. Certaines émissions obligataires japonaises ayant été moins souscrites qu'à l'ordinaire, la BoJ devrait se positionner de nouveau en tant qu'acheteur structurel de cette dette, mais elle pourrait dans le même temps relever graduellement ses taux directeurs. Dans la mesure où 93,6% de la dette japonaise est détenue par des résidents, cela limite le risque de fuite des capitaux étrangers. Les investisseurs japonais pourraient en revanche vouloir rapatrier des investissements effectués sur des dettes souveraines étrangères, européennes et américaines par exemple.

Répartition de la détention des obligations de l'État japonais.

Sources : Banque du Japon, WeSave



Répartition de 1 000€ de dépenses publiques en France.

Les dépenses publiques de la France sont estimées, pour l'année 2025, à 1 658 Mds €, soit environ 57% du PIB.

Les dépenses de protection sociale (autrement dit, la retraite, la santé, et la protection sociale diverse) représentent 56,1% du total de la dépense publique du pays.

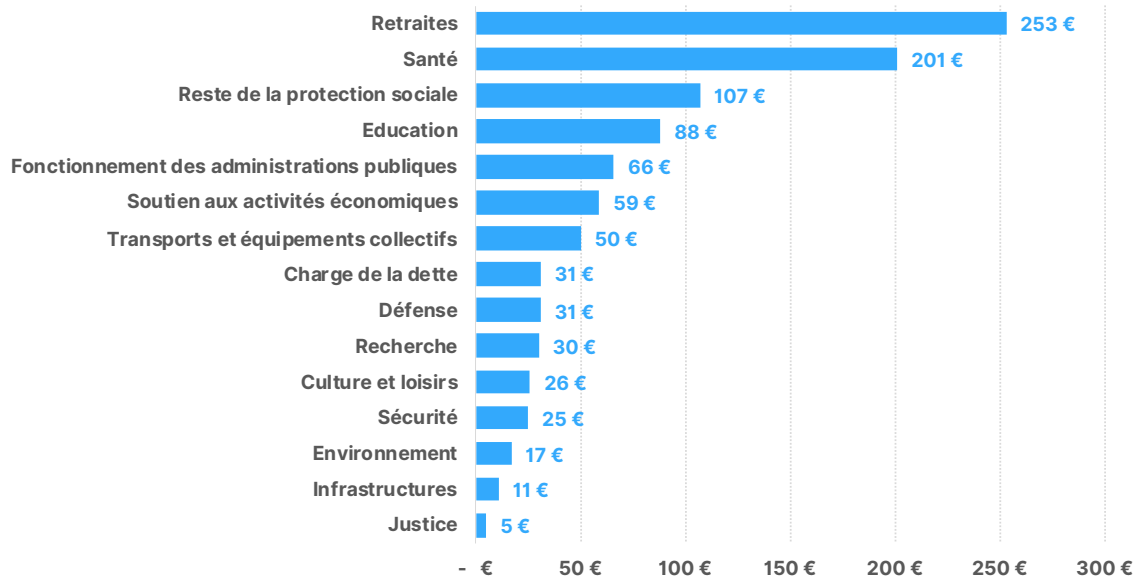
Les dépenses des Administrations publiques françaises ne représentent donc "que" 43,9% du total de cette dépense, avec l'éducation comme premier poste de dépenses (8,8% du total).

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

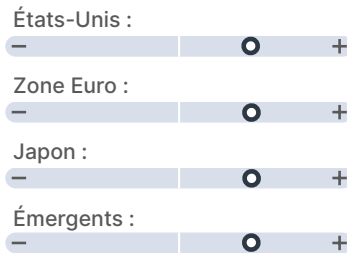
La Cour des Comptes alerte sur l'urgence de maîtriser les dépenses publiques afin d'éviter une dette insoutenable (130% du PIB d'ici 2031 ?) et une charge d'intérêts écrasante. Le principal défi consiste à maîtriser ces dépenses sans fragiliser les services publics ni la cohésion sociale. La structure des dépenses publiques ne laisse pas de place au doute : la protection sociale du pays est trop forte et les dynamiques démographiques (vieillesse de la population, déclin du taux de natalité, etc...) dégraderont encore la situation financière du pays. En dépit de l'instabilité politique actuelle, il est indispensable de s'attaquer à la dépense publique, dans la mesure où la fiscalité est déjà extrêmement forte et que la croissance économique du pays devrait rester morose (cf. tensions commerciales internationales).

Répartition de 1 000€ de dépenses publiques en France

Sources : INSEE, WeSave



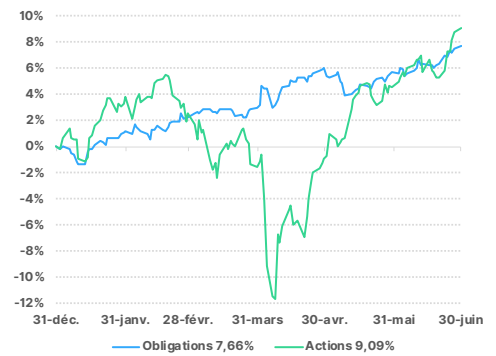
ACTIONS



En juin, les marchés d'actions sont restés résilients en dépit du conflit entre Israël et l'Iran. Cette sérénité apparente s'explique par le fait que les infrastructures énergétiques du golfe, tout comme la circulation des tankers, n'aient été que peu affectées par le conflit. Dès lors, les investisseurs ont considéré que le risque de pénurie de pétrole ou de gaz restait modéré, même si les prix de ces ressources ont été renchérissés par l'envol des primes d'assurance. Les publications de résultats trimestriels des entreprises ont

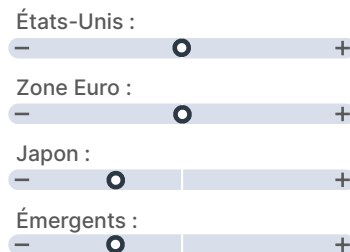
Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



par ailleurs plutôt surpris favorablement. En juillet, le débat budgétaire américain et les négociations commerciales internationales seront au cœur de l'attention des investisseurs. Nous conservons notre surpondération sur les actions car des baisses de fiscalité sur les entreprises et ménages restent à venir aux États-Unis.

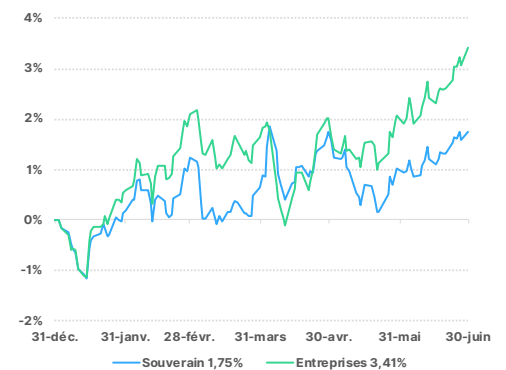
OBLIGATIONS SOUVERAINES



En juin, le marché obligataire a retrouvé une dynamique haussière. Le conflit entre Israël et l'Iran a logiquement encouragé les investisseurs à prendre quelques bénéfices sur les actions, et à se repositionner sur les obligations souveraines, ces dernières étant considérées comme un actif "refuge" dans ce type de circonstances. De plus, les rendements des obligations souveraines restent élevés aux États-Unis, la FED ayant renoncé à baisser ses taux directeurs et conservant un discours plutôt méfiant à

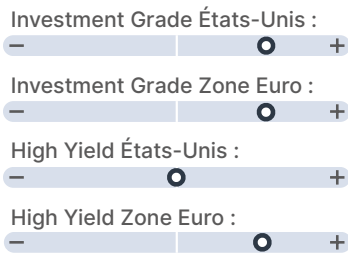
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



l'égard du risque d'inflation. Nous restons neutres à l'égard des obligations souveraines, dans la mesure où les États devraient émettre beaucoup d'obligations pour financer leurs déficits budgétaires récurrents dus aux dépenses de souveraineté : les obligations d'entreprises nous paraissent offrir un couple "rendement-risque" plus attrayant.

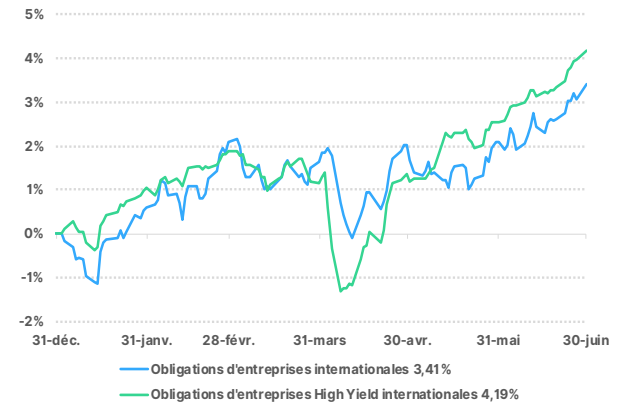
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



En juin, la performance des obligations d'entreprises a été favorablement orientée. En premier lieu, le conflit entre Israël et l'Iran a encouragé les investisseurs à arbitrer une fraction de leurs expositions aux actions en faveur des obligations, de façon à réduire le risque de leurs portefeuilles, sans pour autant sortir complètement des marchés financiers. Par ailleurs, les coupons versés par les entreprises restent attractifs par rapport à ceux des États, puisque les déficits contractés par les États soutiennent en fin de compte la croissance économique, et réduisent

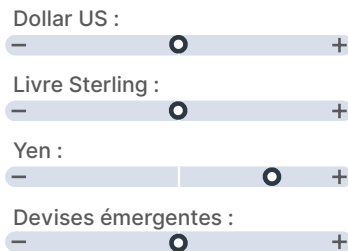
Performance des obligations d'entreprises dans le monde (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



donc le risque de défaut de paiement potentiel sur les obligations d'entreprises. Le contexte restant celui de soutiens persistants budgétaires et monétaires, nous maintenons notre surpondération sur les obligations d'entreprises, préférant néanmoins en priorité les entreprises les plus solvables.

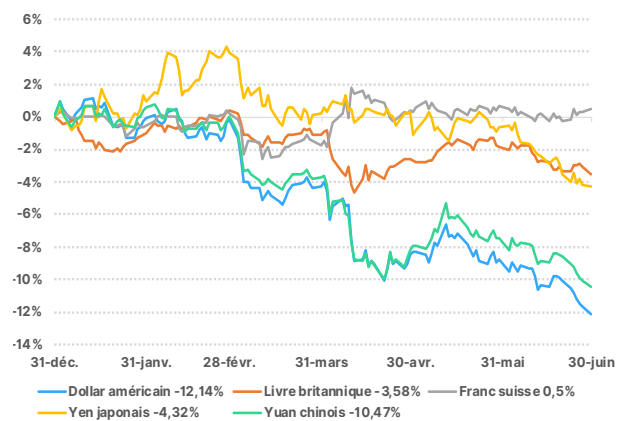
DEVISES



En juin, l'Euro a repris sa graduelle appréciation face à la plupart des grandes devises internationales. Le conflit entre Israël et l'Iran n'aura provoqué que très fugitivement un réflexe acheteur de Dollar : la rapide désescalade entre les deux belligérants à la suite des frappes américaines a mis un terme au rebond du billet vert. Le Franc suisse n'a, exceptionnellement, pas servi de refuge dans ce contexte géopolitique tendu car la Banque centrale Suisse a ramené ses taux directeurs à 0% pour justement limiter l'attrait de la devise du pays. Le Yen japonais continue d'osciller

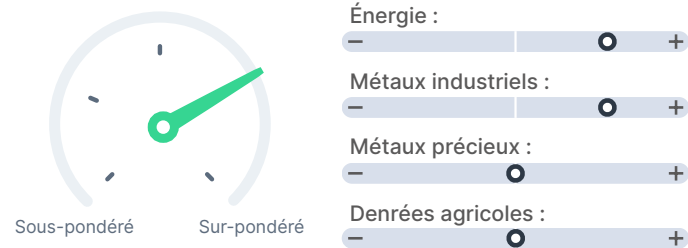
Performance des grandes devises face à l'Euro (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



au gré des déclarations fluctuantes de la Banque du Japon sur le calendrier de sa future hausse de taux directeurs. Dans l'actuel contexte de guerre tarifaire, il convient d'être très vigilant quant aux fluctuations des devises, ces dernières pouvant affecter fortement les performances des actifs en bourse.

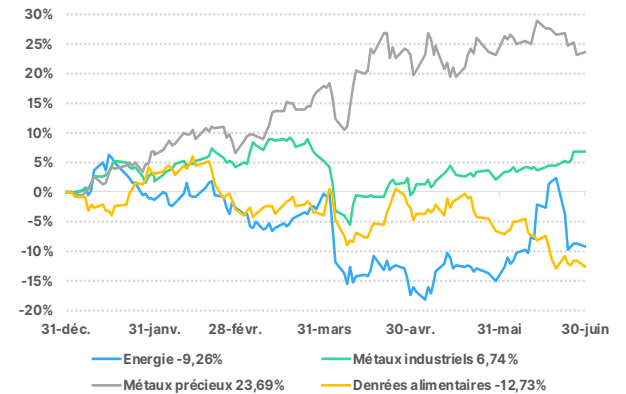
MATIÈRES PREMIÈRES



Les matières premières ont affiché une petite progression en juin, en dépit d'une forte volatilité. Le conflit entre Israël et l'Iran a logiquement provoqué des craintes de la part des industriels et des investisseurs quant aux possibles interruptions de flux pétroliers et gaziers au travers du détroit d'Ormuz. Les deux belligérants ont toutefois veillé à ne pas perturber ces flux énergétiques, de façon à éviter une escalade internationale du conflit : le risque de pénurie est donc resté contenu. La rapide désescalade de cette guerre a effacé les forts gains fugitivement engrangés par les

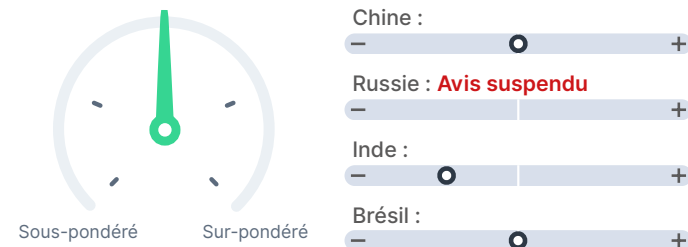
Performance des indices de matières premières (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



prix pétroliers. L'or et les métaux précieux ont servi de refuge pour les investisseurs. Les signaux de détente commerciale entre la Chine et les États-Unis ont profité aux métaux industriels. Nous maintenons à ce stade notre surpondération sur cette classe d'actifs.

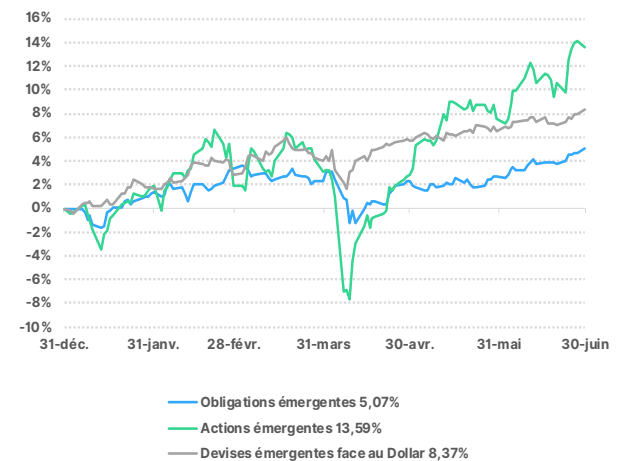
ÉMERGENTS



Après de nombreuses années de sous-performance, les actifs émergents sont la bonne surprise du premier semestre. La première explication tient au fort recul du Dollar, allégeant le coût de la dette de ces pays. De plus, les investisseurs s'inquiétant de la "gouvernance" américaine, la diversification géographique des allocations s'est imposée, et les émergents en profitent. Il convient de souligner aussi l'importance de la Chine au sein de ces actifs, pays retrouvant les faveurs des investisseurs : une sous-pondération trop forte, une valorisation très basse, la redécouverte des atouts technologiques du pays depuis l'émergence de

Performances des actifs émergents (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

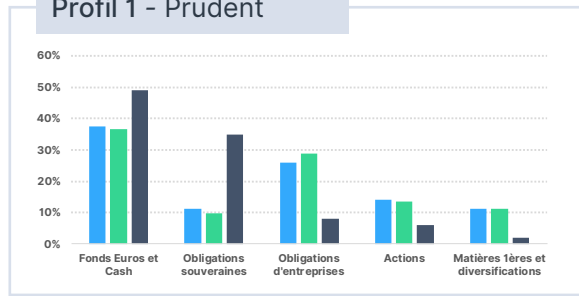


DeepSeek dans l'intelligence artificielle, des soutiens monétaires et budgétaires appuyés, etc... La politique économique à venir de D.Trump restant difficilement prévisible, il nous semble préférable de conserver une exposition neutre aux émergents.

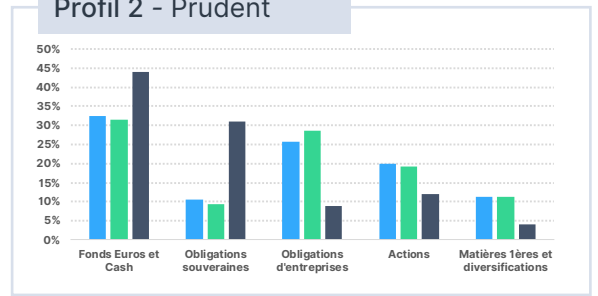
Comparatifs d'allocations entre juin 2025, juillet 2025 et la stratégie long terme.

■ Juin 2025 ■ Juillet 2025 ■ Allocation long-terme

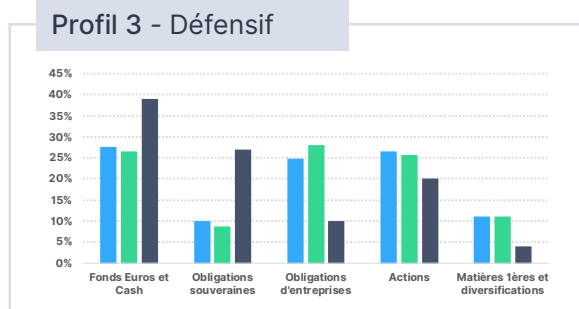
Profil 1 - Prudent



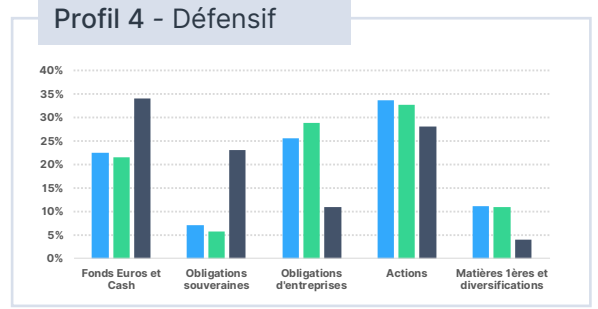
Profil 2 - Prudent



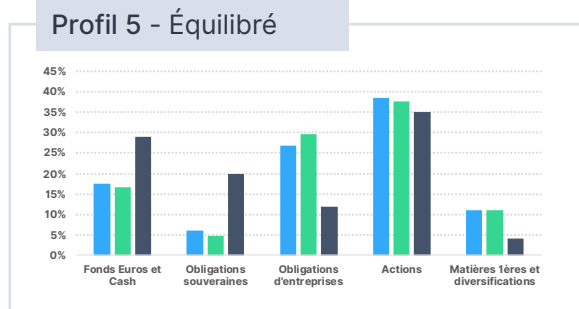
Profil 3 - Défensif



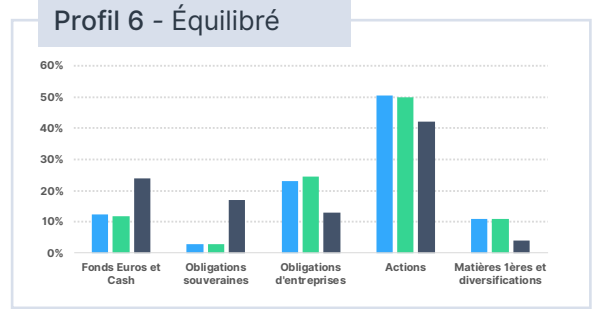
Profil 4 - Défensif



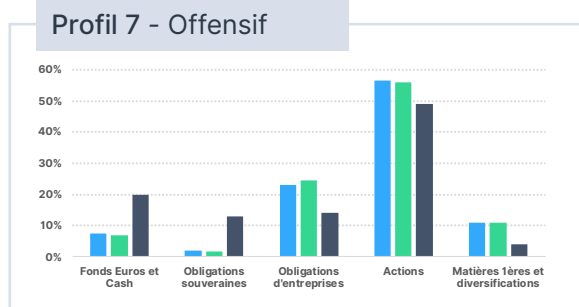
Profil 5 - Équilibré



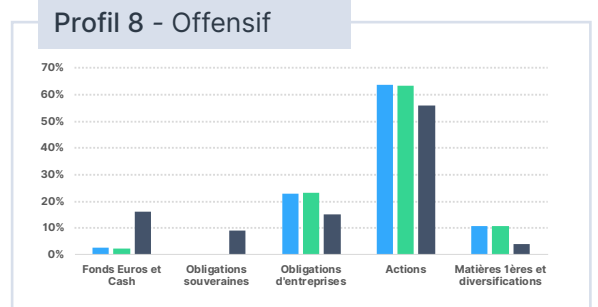
Profil 6 - Équilibré



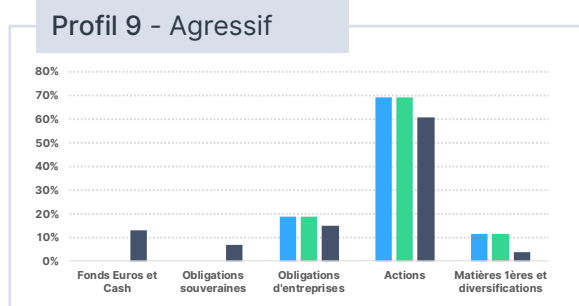
Profil 7 - Offensif



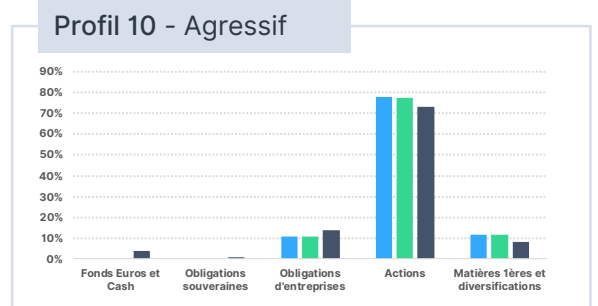
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Votre clause bénéficiaire est-elle adaptée à votre situation?

L'assurance-vie est un outil financier polyvalent permettant de sécuriser l'avenir financier de vos proches. Un aspect souvent négligé, mais crucial, est la clause bénéficiaire, qui détermine comment les fonds seront distribués en cas de décès de l'assuré. La plupart des épargnants optent pour une clause bénéficiaire standard sans comprendre pleinement les implications de ce choix. Dans cet article, nous expliquerons quels sont les grands types de clauses bénéficiaires et expliquerons l'importance de choisir une clause bénéficiaire adaptée à votre situation financière et familiale.

La clause bénéficiaire standard : un choix par défaut

La clause bénéficiaire standard est souvent l'option que les souscripteurs choisissent, en grande partie parce qu'elle est préétablie dans la plupart des contrats d'assurance-vie. Cette clause désigne généralement le conjoint ou les enfants comme bénéficiaires principaux en cas de décès de l'assuré. À première vue, cette sélection semble être une approche naturelle et évidente, car elle suppose une distribution des fonds vers les membres immédiats de la famille. Cependant, la simplicité de cette option masque le fait qu'elle ne prend pas en considération la diversité des situations familiales existantes.

En outre, les besoins financiers des bénéficiaires peuvent varier considérablement. Un enfant peut avoir besoin d'un soutien financier immédiat, tandis qu'un conjoint peut préférer une

rente régulière pour assurer un revenu stable. La clause bénéficiaire standard ne tient pas compte de ces nuances et ne permet pas d'adapter la distribution des fonds en fonction des besoins spécifiques de chaque bénéficiaire.

L'équipe des conseillers WeSave

Après des études en Ingénierie Patrimoniale au sein de l'IAE de Nantes puis de l'IUP Caen, il rejoint l'équipe de conseillers Wesave. Persuadé que les solutions digitales alliées à une expertise de qualité sont le futur de gestion de patrimoine. Son objectif est de mettre à profit ses compétences techniques et humaines dans le but de démocratiser la gestion de patrimoine et la rendre accessible au plus grand nombre.



Romain Cibois
Conseiller en Gestion de Patrimoine

Peu de contribuables savent qu'il est possible de renoncer au bénéfice d'un contrat d'assurance-vie. En effet, le bénéficiaire désigné n'a aucune obligation d'accepter le bénéfice du contrat. Le bénéficiaire désigné a deux possibilités : accepter le bénéfice du contrat (dans son intégralité) ou y renoncer. S'il renonce, ce sont les bénéficiaires de rang supérieur (désignés dans la clause) qui se voient offrir la possibilité de récupérer les capitaux. La renonciation est très souvent utilisée lorsque le conjoint, souvent âgé, n'a pas besoin de capitaux pour subvenir à ses besoins jusqu'à son propre décès. La renonciation permet aux capitaux d'être directement transmis aux bénéficiaires de rang supérieur (généralement les enfants), qui peuvent alors bénéficier des différents abattements offerts par l'assurance-vie.

Les autres types de clauses bénéficiaires : Clauses à Options, clause démembrée, etc.

Il est essentiel de comprendre qu'il existe des alternatives à la clause bénéficiaire standard, offrant une flexibilité et une personnalisation accrues.

Parmi ces différents types de clauses, on trouve celles dites à "options", celle-ci permettent au(x) bénéficiaire(s) de choisir entre plusieurs options déterminées à l'avance. Elle est particulièrement adaptée lorsque les besoins de liquidités du bénéficiaire ne sont pas connus à l'avance. En rédigeant bien la clause, il est possible d'élargir la liberté de choix du bénéficiaire.

On peut par exemple prévoir que le bénéficiaire A a le choix par exemple : entre 25%, 50%, 75% ou 100% des capitaux, le reliquat étant transmis au(x) bénéficiaire(s) B.

Dans notre exemple, le bénéficiaire a alors 5 possibilités: renoncer au bénéfice du contrat ou accepter l'une des 4 options proposées. Cette clause peut être adaptée lorsque l'on souhaite préserver le train de vie du conjoint survivant tout en permettant

aux enfants de bénéficier des abattements de l'assurance-vie.

La clause démembrée est une autre possibilité. Avec cette clause, la propriété des fonds est divisée en deux parties distinctes : l'usufruit et la nu-propriété. S'agissant d'une somme d'argent, un bien consommable, on parle alors de quasi-usufruit et non pas d'usufruit. Le quasi usufruitier peut disposer des capitaux comme il le souhaite, à charge, d'en restituer au moins l'équivalent au nu-propritaire à terme (à son décès).

Il est fortement recommandé de matérialiser cette créance envers le nu-propritaire par acte notarié afin de s'assurer que celle-ci soit bien prise en compte au second décès. Ce schéma est particulièrement adapté lorsque l'on souhaite maintenir le train de vie du conjoint survivant tout en optimisant la fiscalité de la transmission.

Exemple d'un dénouement d'un contrat avec une clause démembrée

Monsieur Dubois a un contrat d'assurance-vie avec une clause démembrée: il attribue à sa conjointe l'usufruit et à ses enfants la nu-propriété. Monsieur Martin décède. Qu'advient-il du capital ?

Madame Dubois accepte le bénéfice du contrat, elle récupère le quasi-usufruit des capitaux. Les enfants acceptent eux aussi le bénéfice du contrat et sont donc nu-propritaires de la somme. La nu-propriété leur confère donc le droit, à terme (c'est-à-dire au décès de l'usufruitier) de récupérer la somme ou son équivalent en valeur. Bien que les enfants ne reçoivent rien au premier décès, la nu-propriété a une valeur financière et cette valeur est donc taxable.

Bien entendu, les abattements de l'assurance-vie peuvent être utilisés sur celle-ci, c'est tout l'intérêt du schéma. Nous recommandons à Madame Dubois

POUR ALLER PLUS LOIN

de matérialiser cette créance qu'elle a envers ses enfants nu-proprétaires par acte notarié. Une fois l'opération effectuée, Madame peut disposer des capitaux comme elle le souhaite en jouissant des revenus générés par la somme ou même en rachetant le capital sans avoir besoin de demander l'accord des nu-proprétaires. Au décès de Madame, les enfants récupèrent le capital, si celui-ci n'a pas été dilapidé.

Si la somme a été entièrement dépensée, les enfants auront une créance sur la succession de Madame pour le montant du contrat. Aucune taxation au titre des droits de succession ne sera due sur la somme restituée, les enfants s'étant déjà acquittés d'une éventuelle taxation au premier décès. Ce schéma permet donc de maintenir le train de vie de Madame Dubois jusqu'à son décès tout en optimisant la fiscalité de la transmission vers les enfants.

Exemple chiffré :

Mr Dupont a 80 ans, il a une assurance-vie dont les versements ont été effectués avant 70 ans. Il est marié à Madame Dupont qui a 78 ans. Ils ont deux enfants. Monsieur Dupont souhaite protéger sa conjointe. A son décès, le capital sur son contrat d'assurance-vie s'élève à 300 000 €. Quel est l'impact fiscal du choix d'une clause démembreée (l'usufruit étant attribué au conjoint survivant et la nu-proprété aux enfants) comparativement à une clause standard (mon conjoint, à défaut mes enfants).

Avec une clause standard, si Madame Dupont accepte le bénéfice du contrat, elle récupère l'intégralité des capitaux sans fiscalité (exonération du conjoint survivant). Au décès de Madame Dupont, les 300000 euros reçus, s'ils n'ont pas été dépensés, intègrent l'actif successoral qui sera partagé entre ses deux enfants (sauf dispositions contraires). Chacun recevra donc 150 000 €.

Les capitaux seront imposés pleinement au titre des

droits de succession et le taux de cette imposition sera déterminé par le barème suivant. Si l'on est dans la tranche à 20%, chaque enfant devra s'acquitter de $150\,000\text{ €} \times 20\% = 30\,000\text{ €}$ de droits de succession supplémentaires. Cette fiscalité est d'autant plus importante que l'actif successoral est conséquent.

Barème des DMTG en ligne directe	
Part taxable (après abattement applicable)	Barème d'imposition
Jusqu'à 8072 €	5 %
De 8 073 € à 12 109 €	10 %
De 12 110 € à 15 932 €	15 %
De 15 933 € à 552 324 €	20 %
De 552 325 € à 902 838 €	30 %
De 902 839 € à 1 805 677 €	40 %
Plus de 1 805 677 €	45 %

Avec une clause démembreée, au décès de son mari, Madame devient usufruitière des capitaux. Encore une fois, aucune fiscalité n'est due par Madame Dupont car le conjoint est exonéré. Les enfants deviennent chacun nu-proprétaires de la moitié de la somme soit de 150 000 €.

Madame Dupont ayant 78 ans au décès de son mari, la valeur fiscale de la nu-proprété transmise aux enfants est de 70% (article 669 du Code Général des Impôts). L'assiette de taxation est donc de 105 000 €. Puisque l'abattement de 152 500 € est réparti dans les mêmes proportions entre usufruitier et nu-proprétaire, il est égal à 106 750 € ($152\,500 \times 70\%$) pour chaque bénéficiaire de la nue propriété. Les enfants récupèrent donc la nu-proprété du contrat sans qu'aucune taxation ne soit due. Au décès de leur mère, les enfants récupéreront la pleine propriété des 150 000€ dont ils sont nu-

POUR ALLER PLUS LOIN

propriétaires, ou si les capitaux ont été dépensés, ils auront une créance sur la succession de leur mère de 150 000 € chacun. Dans ce second cas, les droits de succession dûs au second décès sont nuls. Dans le scénario précédent où nous étions dans la tranche à 20%, le gain fiscal serait alors de 60 000 €.

En conclusion,

la clause bénéficiaire standard peut ne pas répondre adéquatement à vos besoins spécifiques. Il est crucial de prendre le temps de réfléchir à votre situation familiale, financière et patrimoniale afin de prendre les bonnes décisions. La bonne rédaction de la clause bénéficiaire est un levier d'optimisation patrimoniale important. Le choix de celle-ci est primordial pour bénéficier pleinement des avantages de l'assurance-vie. Consulter l'un de nos conseillers peut être judicieux afin de choisir une clause bénéficiaire adaptée à votre situation. La personnalisation est la clé pour assurer une protection optimale pour vous et vos êtres chers.

wesave

Les conseillers à votre service

Nous aurons toujours le plaisir de vous accompagner dans l'établissement de votre projet via notre équipe du pôle patrimonial.

Vous pouvez nous joindre directement:

- par téléphone au **01 80 49 70 00**
- ou via notre site internet www.wesave.fr



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 – 83 - 85 boulevard Vincent Auriol 75013 Paris – SAS au Capital de 317 264,00 €, 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.