

Brèves

L'hétérogénéité européenne

Le mot « convergence » semble avoir définitivement disparu du vocabulaire européen. Lors de la création de l'Euro, il fut conclu que la convergence émanerait naturellement de l'adoption de la monnaie unique. Réaliste ? Non. La convergence des politiques n'est possible que si les économies sont homogènes. Or, elles ne le sont évidemment pas. La monnaie unique n'est alors plus liée à une nation mais à une région. Dans une configuration où les économies de la région sont homogènes, les entreprises sont affectées semblablement, la conduite de la politique économique en est facilitée et le dilemme inflation-emploi est automatiquement résolu. Concernant l'euro, il postulait que la future zone répondrait aux critères de fluidité du marché du travail, élasticité des prix et des salaires, et libre circulation des capitaux. Si les pays signataires du Traité de Rome répondaient globalement à ces conditions, il n'en va pas de même des dix-huit états membres actuels aussi dissemblables que la Grèce, Malte ou la Slovaquie. La structure de leurs économies diffère ainsi que leurs régimes sociaux. Langues et cultures freinent la fluidité du marché du travail, etc... Cette absence d'homogénéité se révèle dévastatrice. Dans ces conditions, parler de convergence est incongru. Des économies aussi dissemblables que celles de l'Allemagne et de la Grèce ne peuvent cohabiter qu'avec des transferts inter-états, soumis à certaines règles, comme aux Etats-Unis, afin d'absorber les chocs externes, comme la chute brutale du tourisme en Grèce, par exemple. Craignant d'être le banquier de l'Europe, l'Allemagne s'oppose à ces transferts inter-états. Les crises grecques et irlandaises ont amené les Européens à revoir leur position. En mai 2010 a été créé le Fonds européen de stabilité financière, doté d'un potentiel d'intervention de 600 milliards d'euros, ce qui se révéla insuffisant. Aussi, en octobre de la même année, fut créé le Mécanisme européen de stabilité, d'une durée de vie illimitée. Pour utile qu'elle soit, cette solution ne répond pas au problème fondamental auquel l'Union monétaire européenne est confrontée : l'hétérogénéité des économies. Rien n'est réglé.

Les banques restent en première ligne

Partout et à la moindre secousse, c'est le système financier dans sa totalité qui vacille. En Angleterre, suite au Brexit, la banque centrale anglaise a pris des mesures pour faire en sorte que les banques puissent continuer à prêter et que les assureurs ne liquident pas leurs obligations. C'est encore de l'argent gratuit à

profusion et coulant à flots...

En Espagne, la Banco Santander souffre en raison de son exposition estimée, ou probable, aux fonds immobiliers britanniques.

En Italie, malgré les deux plans de soutien pensés par le gouvernement italien, le système financier très hétérogène (lui aussi) affiche un volume de 360 milliards de crédits douteux, soit 20% du PIB italien : une véritable bombe à retardement.

La commission européenne, qui comme toujours a pris son temps, a enfin accepté que le gouvernement puisse, si besoin, fournir des liquidités à hauteur de 150 milliards aux banques italiennes pour les 6 prochains mois. Mais le souhait du gouvernement italien est que la commission européenne l'autorise à sauver une banque en difficulté plutôt que ce soit ses épargnants et actionnaires qui soient victimes de la faillite. En pleine période électorale d'un référendum crucial pour l'avenir du pays, on comprend que Matteo Renzi veut éviter aux électeurs une faillite bancaire dont les épargnants seraient les grands perdants.

Tout cela n'est que l'illustration de l'enjeu de sauver les systèmes bancaires étatiques dans une Europe désunie, désemparée, et il y a fort à parier qu'en cas de véritable crise systémique ce sera chacun pour soi ! Alors que la directive européenne sur les faillites de banques n'a pas encore été appliquée dans un véritable cas d'envergure, elle prend déjà l'eau. Angela Merkel a beau répéter qu'il n'est pas envisageable de changer les règles tous les deux ans, les divergences européennes sont devenues trop fortes pour résister à ces règles imposées il y a deux ans par... Angela Merkel.

Pendant ce temps là... le monde change

Les Etats-Unis poursuivent le racket des grandes banques mondiales infligeant désormais une amende de 14 milliards de dollar à la Deutschebank, qualifiant ses agissements d'irresponsables au cours de la crise des Subprimes en 2008. Un moyen à la fois de remplir les caisses et de montrer une nouvelle fois au monde entier que le patron est et reste les Etats-Unis.

Alors que la réduction de la dette des pays était un leitmotiv répété à l'envie depuis 2011 et selon nous à juste titre, désormais, face à une croissance mondiale anémique chiffrée à 2,9% cette année, l'OCDE plaide pour une relance budgétaire mondiale. Les politiques monétaires ayant atteint leur limite, le monde décide de repartir sur une politique de dettes incontrôlées.

Perspectives économiques et financières

Une nouvelle fois, il faut avouer que les perspectives économiques et financières ne sont pas les préoccupations majeures des investisseurs et du monde de l'économie et de la finance actuellement. Si les indicateurs économiques s'améliorent en Europe, se stabilisent aux Etats-Unis et poursuivent leur croissance positive dans les émergents en général, ce qui focalise toute l'attention ce sont les élections à venir. Après l'épisode Brexit, dont le stress semble bien avoir disparu malgré sa douce et lente mise en œuvre, ce sont deux nouvelles élections qui inquiètent : celle du futur président des Etats-Unis d'Amérique et le référendum italien sur la réforme de la constitution.

Le référendum italien est crucial pour le pays car si la réforme peut être réalisée par Matteo Renzi, l'Italie sortira de ses crises politiques à répétition et trouvera une stabilité qui ne pourra être que profitable à un pays qui a grand besoin de réduire sa dette, réformer ses institutions et relancer son économie. En cas de refus de la réforme, Matteo Renzi avait dans un premier temps évoqué sa démission. Cela aurait constitué la pire nouvelle que l'Europe ait connu depuis la faillite de l'État Grec, car cela risquerait de provoquer des réactions en chaîne qui conduiraient, sans aucun doute, à une nouvelle crise de la zone euro, dont la première étincelle serait les faillites des banques italiennes comme évoqué ci-avant. De surcroît, le parti populiste, nettement en tête dans les sondages, ne tarderait pas à demander au peuple italien s'il veut sortir de la zone Euro par la voie d'un référendum. Le résultat ne ferait aucun doute et pourrait laisser craindre la disparition de cette zone Euro. Ce scénario noir, dont nous sommes très loin, va cristalliser grand nombre d'inquiétudes, et de fortes secousses sont à prévoir.

Aux Etats-Unis, l'élection se jouera à un fil et la possibilité de voir Trump président effraie l'ensemble du monde économique et politique (alors que 50% des électeurs américains semblent prêts à voter pour lui). Il est vrai que son élection serait un vrai choc au niveau de la politique des Etats-Unis, tant du point de vue économique, sociétal, qu'international. C'est une des raisons qui font que les indicateurs économiques ne sont actuellement que très peu regardés car son élection bouleverserait tant de choses que nombre des grandes tendances pourraient être totalement balayées. Toutefois, et c'est la raison pour laquelle cette élection nous inquiète moins qu'en Italie, le congrès américain conservera la majorité démocrate et Trump n'aurait pas les coudées franches pour appliquer tous ses projets.

Semblant étrangers à ces grands changements potentiels et ces inquiétudes, les

pays émergents améliorent nettement leur situation depuis de nombreux mois maintenant et les flux de capitaux positifs, le niveau de dette stabilisé (sauf en Chine) et une croissance qui accélère à nouveau (sauf en Chine) en font une zone à regarder à nouveau avec intérêt.

Nos convictions

Compte tenu du manque de lisibilité et des conséquences des élections à venir, difficile d'avoir des convictions en cette période. Nous avons conseillé de sécuriser les portefeuilles avant le Brexit, et nous maintenons cette préconisation. Toutefois, et puisqu'il y a toujours des gagnants même en période difficile, nous pensons nécessaire de rester investis sur les supports comme les actions européennes orientées vers le développement des émergents, les obligations d'états émergents, l'immobilier coté (lire ci-après) et plus généralement les entreprises de petite taille en Europe et dans les émergents. Par ailleurs les grandes tendances du vieillissement de la planète et de la digitalisation de l'économie ne changeront pas du fait des élections à venir. Ces deux thématiques doivent conserver leur place dans les portefeuilles car elles sortent toujours renforcées des différentes secousses.

Pour les plus prudents, nos stratégies n'ont pas changé depuis le début de l'année. Nous préconisons les obligations d'entreprises à courtes échéances (en privilégiant l'Europe pour éviter les risques de variations de taux) et les supports obligataires ayant la capacité de fonctionner en sensibilité négative, c'est-à-dire permettant de prendre de la valeur même si les taux remontent. Nous pensons aussi nécessaire de reprendre des actifs en dollars et pour ce faire nous préconisons soit des obligations émergentes libellées en dollar, soit des fonds obligataires internationaux visant un renforcement du dollar.

Enfin l'or peut-être une solution pour ceux qui pensent que la fin de l'Euro est proche, mais même si les sujets politiques sont compliqués, nous sommes encore très loin d'envisager une telle possibilité aujourd'hui et nous pensons que l'or est trop haut actuellement pour être une vraie sécurité dans le contexte.

Notre plus grande conviction est que si les inquiétudes sont réelles et qu'il faut s'en prémunir, le scénario du meilleur existe aussi et les victoires de Clinton et de Matteo Renzi sont tout autant probables. Dans ce cas, plus aucune incertitude politique ne se présentera avant les prochaines élections en Allemagne en fin d'année 2017 (les élections en France compteront peu pour les marchés financiers) et l'économie mondiale se portant correctement pourrait permettre

d'engranger quelques gains substantiels. Il faut donc se protéger mais rester exposé ce qui demande souplesse, flexibilité et réactivité, ce que nous nous efforçons de faire au quotidien.

Focus

Immobilier coté

Cet actif peu connu des investisseurs est-il simplement marginal ou existe-t-il réellement un « marché de l'immobilier coté » ? Une transaction immobilière sur cinq dans le monde est effectuée par l'intermédiaire d'une foncière cotée. Le volume de transaction à travers le monde avoisine les 100 milliards de dollars par an.

Où trouver du rendement quand la banque centrale est aux commandes et contraint les taux à demeurer durablement bas ? La réponse se trouve-t-elle dans la Pierre ? Nous avons ici largement développé nos inquiétudes sur les niveaux de rendement faibles de l'immobilier mais surtout sur les contraintes pesant sur ce rendement : fiscalité foncière, fiscalité sur les revenus, travaux, gestion... L'autre inconvénient majeur des biens immobiliers tient dans leur faible liquidité qu'il s'agisse d'un bien détenu en direct ou via une société de type SCPI. Objectivement, l'immobilier reste un actif à risque. Des phases de surchauffe ou de dépression de marché apparaissent historiquement. Au regard de ces éléments, l'immobilier sous forme de parts ou d'actions offre des caractéristiques se rapprochant des actifs financiers en gommant certains écueils du marché immobilier direct grâce à des frais réduits, une liquidité plus forte, un investissement de départ plus faible.

Sur longue période les foncières cotées ont été le placement le plus rentable avec une performance annualisée de 14 % sur 10 ans. Cette performance s'explique par 3 phénomènes :

- La baisse progressive des taux d'intérêt permet à ces sociétés de s'endetter très faiblement, donc d'améliorer leur marge malgré des loyers assez
- Les afflux de capitaux liés aux injections monétaires des grandes banques centrales génèrent un appétit de plus en plus important des investisseurs de tout horizon sur les actifs immobiliers qui fait monter les prix et donc la valeur du patrimoine de ces sociétés.
- Ces sociétés ont énormément investi sur leurs actifs qu'elles ont rendus particulièrement

Mais attention, si les foncières cotées surperforment souvent, elles peuvent aussi sous-performer quand tout va mal. Elles ont ainsi cédé 51 % en 2008 et 17 % en 2011, contre respectivement - 40 % et - 14 % pour le CAC 40. Il faut donc avoir des nerfs solides et surtout disposer d'un horizon de placement long, idéalement d'au moins cinq ans. Compte tenu de la situation de taux bas désormais inscrite sur plusieurs années et de la poursuite d'injections de liquidités, nous pensons que cet actif doit conserver une place dans les placements de long terme.

Loi Sapin 2, alerte sur l'assurance-vie.

Les assureurs n'auront plus la possibilité de piocher dans les réserves de plus-values pour booster faussement les performances. En cause : les taux d'intérêt anormalement bas. Afin de répondre aux nouvelles directives européennes, le HCSF pourra par ailleurs suspendre sur tous les contrats la possibilité de faire des retraits ou avances sur les fonds euros en cas de grande volatilité sur les marchés, d'effectuer de nouveaux versements ou bien même de réaliser des arbitrages. Désormais, le capital versé sur le fonds euros n'est plus garanti en intégralité, puisque la garantie ne portera que sur les capitaux nets de frais de gestion. Cet été 2016, la loi relative à la transparence, la lutte contre la corruption et la modernisation de la vie économique, dite la loi « Sapin 2 » a été votée. Pendant la discussion parlementaire, un amendement inquiétant a été ajouté : l'article 21 bis. Ce dernier modifie l'avenir des contrats d'assurance vie. En effet, il vise à modifier le code monétaire et financier afin que les compétences du Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) soient élargies et plus contraignantes sur le secteur de l'assurance. L'un des principaux objectifs étant de freiner la collecte sur les fonds euros. Le HCSF a dorénavant le pouvoir d'imposer à un assureur un taux plus bas que celui que ce dernier a fixé sur son fonds euros.

Enfin, les textes évoquent la possibilité de transférer les plus-values stockées des fonds euros vers les fonds Euro- croissance. Ce serait une catastrophe pour les porteurs de fond euros actuels. Mais ces fonds euro nouvelle génération n'intéressent pas les investisseurs : le rendement sera incertain et, bien que le capital soit garanti, les sommes investies ne sont disponibles qu'à une échéance fixée par avance. L'assurance-vie française, et notamment le fonds euros, ne bénéficie donc plus de la liquidité que nous lui connaissions. Il ne faut pas pour autant s'affoler et se détourner de cette enveloppe de placement. En effet, l'assurance-vie bénéficie toujours aujourd'hui d'une fiscalité attractive, d'avantages successoraux, d'une liberté de gestion et reste un placement de choix à maintenir dans vos patrimoines.

Toutefois, ces nouvelles mesures nous confortent dans nos choix en matière d'investissement : il est primordial d'éviter le fonds euros et de privilégier tout autre support de placement. Vous le savez depuis 2011, nous vous invitons à éviter les fonds en euros et vous accompagnons dans le choix de votre assurance vie mais surtout dans le choix et la gestion active de vos supports de placement au sein de ces contrats dits « hauts de gamme » pour éviter le fond en euros et allier le plus justement possible sécurité et performance.