

## La BCE relance ses achats



Mario Draghi, l'actuel gouverneur de la Banque Centrale Européenne, l'avait laissé entendre en juin, et l'a confirmé en ce début septembre : la BCE va relancer un programme de mesures accommodantes pour soutenir la croissance et l'inflation.

Depuis son discours de juin, les investisseurs ont largement anticipé son action, les économistes l'ont largement critiqué et les membres de la Banque Centrale ont largement fait part de leurs dissensions. Mais, comme un cadeau de bienvenue à Christine Lagarde qui lui succédera le 1<sup>er</sup> novembre, Mario Draghi a tenu parole.

Dès le 1<sup>er</sup> novembre, la Banque Centrale va reprendre ses achats d'obligations à un rythme de 20 milliards d'euros par mois, et ce « aussi longtemps que nécessaire pour renforcer l'effet accommodant de sa politique de taux bas ». La perspective d'une relance de ce programme avait très largement contribué à faire baisser les taux d'emprunt des entreprises et des Etats au cours de l'été. Si le montant de l'enveloppe mensuelle est un peu inférieur aux attentes, le fait que le Quantitative Easing (QE) puisse se poursuivre sur une longue période a été accueilli très favorablement.

Mais les mesures ne s'arrêtent pas à ce QE déjà très favorable.

Dès ce mois de septembre, la BCE a décidé de baisser à nouveau son taux de

dépôt, qui est censé « rémunérer » les montants placés auprès d'elle par les banques. Celui-ci passera à - 0,50 % et il restera à ce niveau, ou à un niveau inférieur, tant que l'inflation ne se sera pas stabilisée autour de 2 %, objectif de la BCE. Ceci incitera les banques à prêter leurs liquidités, plutôt que de les déposer auprès de la Banque Centrale.

Toutefois, et c'est une nouveauté, pour limiter les aspects négatifs pour les banques (un taux en dessous de zéro correspond de fait à une taxation), un mécanisme d'exonération partielle a été annoncé. Cette forme de compensation est très technique mais cela va clairement soulager les banques de ce coût devenu difficile à supporter.

Le soutien aux banques ne s'arrête pas là puisqu'un nouveau programme de prêts ciblés de long terme à leur destination va être lancé. Pour une durée de 3 ans, il permet aux banques qui augmentent leurs encours de crédit de bénéficier d'un ajustement pouvant atteindre -0,5%.

Les mesures de la BCE ont été plutôt bien accueillies par les marchés, car les taux des Etats européens se sont très fortement détendus. Le rendement à 10 ans des emprunts d'Etat italiens a chuté à 0,77 %, et retrouve ainsi ses plus bas historiques tandis que la France a vu son coût d'emprunt baisser à - 0,37 %, un nouveau record.

Toutefois toutes ces actions n'auront une pleine efficacité que si les Etats les relaient en réalisant eux-mêmes les réformes si souvent demandées par la BCE, mais rarement observées.

---

## Guerre commerciale ou guerre des changes ?



En août dernier, les nouvelles décisions de taxation de marchandises chinoises arrivant sur le sol américain avaient stressé les marchés et avaient eu un double effet sur les instruments économiques américains : d'une part un aplatissement de la courbe des taux – les taux à 1 an, à 10 et à 30 ans étaient pratiquement les mêmes – et d'autre part une forte dépréciation du dollar.

Mais la réaction chinoise n'a pas tardé. Si la décision de taxer les importations américaines a marqué les esprits, le plus marquant a été la façon dont le gouvernement chinois a manipulé sa monnaie pour la laisser se déprécier à la même hauteur que le dollar s'appréciait.

L'Etat chinois est un des rares à tenir les rênes de sa Banque Centrale qui elle-même est une des rares à détenir suffisamment de réserves de change pour faire face à toutes les difficultés de sa monnaie (au point d'être capable de la laisser se déprécier).

Alors de quelle guerre s'agit-il réellement et qui peut gagner ?

Sur un plan économique tout le monde est perdant. Les chiffres des deux économies ralentissent doucement. La Fed (Banque Centrale américaine) a publié une étude qui montre que la croissance américaine aurait été de 0,8% si la guerre commerciale n'avait pas handicapé son industrie. S'il faut rester prudent dans l'interprétation de ces chiffres, car la Fed est aussi en désaccord avec la politique de Donald Trump, cette étude démontre une tendance claire qui indique

également que les premiers effets connus vont s'inscrire dans le temps.

Alors, la Fed n'a pas le choix et elle doit continuer de baisser ses taux, ce que tous les investisseurs attendent. Après les premières baisses de l'été, d'autres sont prévues pour soutenir l'économie et le dollar, mais sans le laisser trop s'apprécier, ce qui pénaliserait l'économie américaine. Ce délicat dosage au milieu d'échanges commerciaux qui se durcissent n'est pas une science connue et les dégâts pourront être bien plus conséquents que prévus pour les États-Unis.

## Pendant ce temps-là :

Carat Capital grandit



Après l'acquisition d'un premier cabinet en 2017, Carat Capital poursuit son développement et a accueilli les équipes de la société ASG Finances pour ne former qu'une seule entité sous la bannière Carat Capital. La volonté de rester libre dans un secteur en concentration et de maintenir notre niveau de services et de disponibilité sont à l'origine de cette nouvelle expansion.

## Le monde change :



Après Neulize qui a vendu une partie de sa clientèle, après Barclays qui avait hésité à le faire, c'est HSBC, le géant financier britannique, qui préparerait la mise en vente de ses activités de banque aux particuliers en France, soit 250 agences et 3.000 collaborateurs sur le territoire.

## Perspectives économiques et financières



Les choix de renouvellement d'une politique accommodante de la Banque Centrale européenne se justifient aisément à la lecture des chiffres : la croissance européenne est à nouveau en cours d'affaiblissement, désormais prévue à 1.1% cette année et 1.2% en 2020, soit de fortes révisions à la baisse.

Même si Mario Draghi estime que la probabilité d'une récession est faible, elle existe. Même tendance pour l'inflation. Les prix ne devraient augmenter, d'après la BCE, que de respectivement 1,2 %, 1,0 % et 1,5 % (contre 1,3 %, 1,4 % et 1,6 %), au cours des trois prochaines années. Un nouveau recul qui fait s'éloigner davantage l'objectif d'une inflation légèrement en dessous de 2 % que s'est fixé la BCE.

Pourtant les chiffres de l'emploi sont bons et les salaires en hausse mais cela ne suffit plus. L'essor de l'économie numérique accouplé à celle du low cost nous inscrit durablement dans une économie sans inflation.

Évidemment le ralentissement du commerce international se fait sentir et ne favorise pas l'inflation. Cela impacte globalement l'économie et inquiète les entreprises, au point de voir les investissements faiblir et un léger pessimisme s'installer.

Aux États-Unis, la baisse des taux de la Fed se nourrit aussi dans le ralentissement économique. Tous les indicateurs manufacturiers montrent que ce

ralentissement se généralise. Le secteur des services, lui-même, faiblit doucement. En revanche, les entreprises ont été plus de 74% à publier des résultats du premier semestre supérieurs aux attentes. Elles ne souffrent donc aucunement des tensions commerciales et de la vigueur du dollar pour le moment.

En Chine, le constat est plus contrasté. La reprise apaisée des négociations avec les États-Unis coïncide avec une relance de l'économie marquée notamment par la facilitation d'accès au crédit. La croissance est attendue en très légère baisse et c'est donc la Chine qui ralentit le moins alors que c'est le pays qui devait le plus souffrir des tensions commerciales.

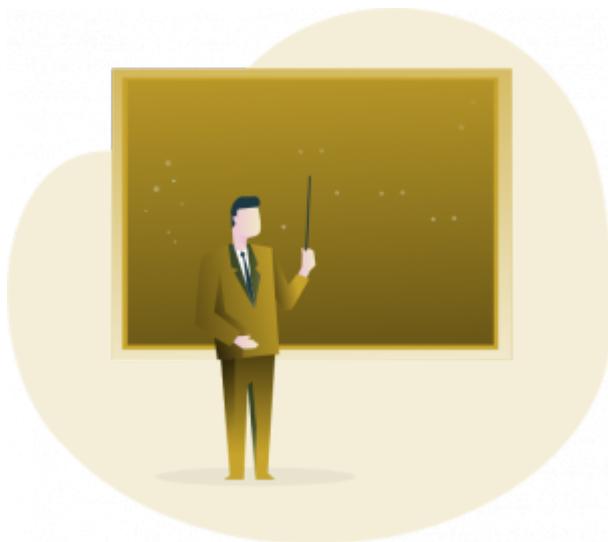
Conséquences des politiques monétaires et des tensions, nous avons à nouveau battu d'étonnants records de taux bas, avec des taux négatifs inscrits dans le temps pour le Japon, l'Allemagne, la France ...

Certaines entreprises se financent également désormais à taux négatifs. C'est une hérésie économique mais qui semble désormais inscrite pour de nombreux mois et probablement quelques années dans le paysage. A court terme, seul une défiance dans le système financier pourrait faire remonter les taux et ce ne serait pas pour le meilleur mais évidemment pour le pire.

Les matières précieuses poursuivent leur hausse même si l'or marque le pas en ce mois de septembre. Les matières premières également sont orientées à la hausse mais c'est sans doute plus le fait de tensions internationales que signe de vigueur de l'économie.

---

## Nos convictions



La baisse continue des taux des Banques Centrales, l'injection nouvelle de liquidités dans l'économie et l'amélioration des conditions de financements des banques, ont une conséquence simple et claire.

Ce sont les actifs réels qui en bénéficient et les entreprises très consommatrices de liquidités pour leur développement qui vont à nouveau en tirer les bénéfices : luxe, technologie, immobilier coté, matières précieuses sont à privilégier. Pour autant, le début du mois de septembre est marqué par une hausse des marchés actions sur les actifs les plus délaissés au cours des deux dernières années. Est-ce juste un sursaut ou l'inscription d'une tendance de rattrapage pour les valeurs de l'industrie, de la banque et de l'énergie. Nous pensons qu'il ne s'agit que d'un sursaut.

Pour les stratégies obligataires, la généralisation des politiques accommodantes redonne des couleurs à certaines stratégies particulières :

- Nous étions revenus à l'investissement sur les obligations High Yield européennes et avons bien profité de la baisse des taux sur les échéances les plus courtes. Nous pensons nécessaire de supprimer cette classe d'actif à court terme.
- Nous maintenons l'idée d'achat sur les emprunts d'État américains, malgré le risque de change que cela suppose, car la baisse des taux annoncés de la Banque Centrale américaine sera favorable.
- Les obligations émergentes dont le taux de rendement est intéressant reste notre position obligataire favorite. Le taux de rendement est de l'ordre de

10% pour les obligations d'entreprises des pays émergents. Nous privilégions les obligations libellées en dollar.

Pour les stratégies actions, nous préconisons une exposition globale accentuée aux risques actions comme suit :

- Maintien de l'exposition des actions qui bénéficient du développement de la consommation interne chinoise.
- Réduction des actions américaines hors technologies et services financiers et renforcement de ces dernières.
- Réduction des actions européennes en général, même si le rendement de celles-ci est attractif au regard de taux si bas.
- Les actions sur les thématiques de la digitalisation ou robotisation restent attractives ; l'immobilier coté doit également revenir dans les allocations.
- Globalement le maintien des taux bas et des bénéfiques des entreprises plaide pour un maintien des positions actions. Toutefois, les niveaux actuels de marché méritent une très forte vigilance et une réelle capacité de réaction.

Nous pensons que le contexte justifie de renforcer des positions sur l'or qui a enfin évolué positivement et les métaux précieux en général.

Les évolutions de la parité euro-dollar justifient de maintenir un faible niveau de dollar dans les portefeuilles des investisseurs européens que nous sommes.

---

## Focus

# Dettes à taux négatifs, jusqu'où ?



Incroyable mais vrai, nous avons atteint le seuil de 17 000 Milliards de dollars de dettes à taux négatifs à travers le monde.

Le prêt ne rapporte plus, il coûte.

Les taux négatifs ne figurent pas dans les manuels d'économie, les grands économistes n'ayant pas envisagé ce scénario qui paraissait complètement aberrant. Pourtant, il existe bien, depuis des années maintenant, et il s'étend. L'Allemagne emprunte désormais jusqu'à 30 ans à taux négatif et 60% de la dette souveraine de la zone euro, soit 4.800 milliards €, offre des rendements négatifs.

Mais pourquoi des investisseurs achètent-ils ces actifs financiers, des actifs qui coûtent?

Certains le font pour se conformer à des obligations réglementaires (assureurs et banquiers n'ont pas le choix avec les réglementations Bâle III et Solvency), mais cela n'explique pas tout.

En fait, ces investisseurs pensent que les taux vont encore baisser, et que, par conséquent, ils réaliseront un profit en revendant ces obligations.

Quel est réellement l'impact des taux négatifs ? Imaginons un taux à -10% :

Pour l'épargne, c'est catastrophique : vous avez 100.000 € à la banque, l'année d'après 90.000 € (au lieu de toucher des intérêts, vous les perdez), ensuite 81.000 € (-10% de 90.000 €), etc. jusqu'à tout perdre.

Pour le crédit, c'est magique : si vous empruntez 100.000 € sur 10 ans (in fine, c'est-à-dire remboursement du capital à l'échéance), au lieu de verser 10.000 € d'intérêt à la banque, c'est le contraire, la banque vous les verse, et ainsi de suite pendant 10 ans. Au bout de 10 ans, vous vous retrouvez donc avec 200.000 €...

Fiction ? Oui bien entendu nous n'irons pas jusque-là, le système n'y résisterait pas.

Mais quels sont les impacts et les risques concrets de la situation actuelle ?

Pour les épargnants qui ont placé l'essentiel de leurs fonds en obligations, notamment via un contrat d'assurance-vie, la nouvelle n'est pas bonne.

Le rendement des fonds en euros, investis pour une bonne part en obligations, s'enfonce, même si ces fonds sont constitués d'un stock de titres anciens, qui rapportent davantage.

Pour les emprunteurs, les taux négatifs pourraient inciter ménages et entreprises à avoir davantage recours au crédit alors même que l'endettement du secteur privé est déjà un sujet d'inquiétude pour la Banque de France. Rapporté au PIB l'endettement des ménages et des entreprises est le plus élevé de tous les grands pays d'Europe (devant l'Italie désormais) : 132 %, à fin 2018 (dont 60 % pour les ménages et 73 % pour les sociétés non-financières), à comparer à 119 % pour la moyenne de la zone euro.

Perdre de l'argent pour prêter à l'État est certes décourageant. Mais la dette tricolore a des assises solides. La Banque de France en détient plus de 20 % après en avoir acquis massivement dans le cadre du programme d'achat de la BCE. Les banques et assureurs français sont naturellement de grands acheteurs de dette d'Etat pour des raisons prudentielles. Quant aux autres investisseurs, notamment étrangers, ils considèrent le « papier » français comme un placement sûr et plus rémunérateur que la dette allemande.

Alors pourquoi s'inquiéter ?

---

## Focus

# Taxation des dépôts bancaires



Un vieux tabou des banques françaises s'apprête à tomber. Début octobre, Lombard Odier va commencer à taxer les liquidités de ses clients, une première pour un établissement français.

La mesure, appliquée au-delà de 1 million d'euros de dépôts, vise à répercuter aux clients sans mandat de gestion une partie du coût de la politique monétaire de la BCE, qui taxe les dépôts excédentaires des banques.

C'est le coup d'envoi et d'autres établissements vont suivre très rapidement. Neufilize OBC ou Société Générale Private Banking étudieraient également très sérieusement la question.

Mais il est difficile de le leur reprocher. Tous les dépôts des banques sont taxés à 0.4%, bientôt 0.5% par an. Compte tenu des volumes historiques de liquidités en circulation et en dépôt auprès des banques, il est tout à fait logique de voir cette répercussion sur les clients.

Le coût du cash est un vrai sujet pour les banques. Depuis 2014 déjà, elles paient une pénalité lorsqu'elles déposent leurs liquidités excédentaires au guichet de la Banque Centrale Européenne. L'objectif est de les inciter à prêter aux entreprises et aux ménages et limiter les dépôts mais elles ne peuvent pas non plus prêter au-delà des demandes.

Ce mécanisme est particulièrement pénalisant en banque privée dont les clients, plus aisés, détiennent plus de liquidités que ceux des banques de détail, ce qui

expose donc les banques à de lourdes factures. Un tiers des actifs gérés des banques privées européennes sont de simples dépôts, selon un rapport de McKinsey.

Les banques sont donc obligées de s'adapter. D'autant que tous ont compris que ce système allait perdurer longtemps.

Certains établissements se montrent rassurants et estiment qu'ils ne taxeront jamais.

Pourtant d'autres pays sont déjà concernés par le phénomène. En Suisse, les banques privées comme Julius Baer ou Pictet ont, elles aussi, commencé à faire payer leurs clients pour leurs plus gros dépôts. De son côté, UBS a confirmé il y a quelques semaines qu'elle allait prélever à partir de novembre 0,6 % sur les dépôts supérieurs à 500.000 euros. Au Luxembourg, la taxation est déjà en place. La gestion de notre Fonds Interne Collectif réservé aux clients de Carat Capital, déposé au Luxembourg peut subir une taxation de 0.4% si son niveau de liquidités est supérieur à 3 Millions d'Euros.

Cela suffira-t-il à convaincre les investisseurs à investir plutôt que de rester en liquidités ? Quand on voit qu'ils n'hésitent pas à prêter à la France à taux négatif, on peut en douter.