

LETTRE TRIMESTRIELLE
2^{ÈME} TRIMESTRE 2019

DUBLY
TRANSATLANTIQUE

GESTION

ENDETTEMENT, JUSQU'OU ?

Aujourd'hui, le plus grand problème des marchés financiers est la montée faramineuse de l'endettement et plus particulièrement de celui des entreprises.

En 10 ans, le stock d'obligations notées « BBB » par les agences de notation (soit un cran au-dessus de la catégorie spéculative) a été multiplié par 4 tandis que l'encours de la dette, en catégorie spéculative, a pratiquement doublé. Le navire de l'économie mondiale est lesté d'une cargaison de dettes mal arrimée qui pourrait entraîner son chavirage si la tempête venait à arriver.

C'est un peu ce qui s'est passé, à la fin de l'année dernière, où les investisseurs ont craint une remontée des taux par la Fed et des difficultés dans le remboursement des dettes émises par les sociétés de pétrole et de gaz de schiste suite à la baisse des cours du baril (-30% en 3 mois). Tout s'est heureusement arrangé, en début d'année, car la Fed a décidé de poursuivre la politique accommodante et de relâcher la tension sur les taux d'intérêt, et les cours du baril se sont repris, retrouvant leur niveau d'il y a 6 mois.

Pourquoi assiste-t-on à cette montée de l'endettement alors que les affaires vont bien, que les impôts sur les bénéfices baissent et l'intensité capitalistique diminue ?

Parce que les entreprises se sont lancées dans de grandes opérations de fusions/acquisitions financées par l'endettement.

Et aussi, parce que les entreprises rendent de plus en plus d'argent à leurs actionnaires, en versant des dividendes copieux et en rachetant, quitte à s'endetter, leurs propres actions. Les pratiques ont eu un effet très positif sur les cours de bourse ces dernières années.

En somme, la politique de l'argent bon marché a eu paradoxalement, comme effet collatéral, d'augmenter les dettes des entreprises et d'introduire une dose préoccupante d'instabilité dans les marchés.

Pour l'instant, tout va bien car les Banques centrales pilotent magnifiquement bien les taux d'intérêt, et l'économie mondiale continue à bien se porter. Mais pour combien de temps ?

EDITO | page 2
Endettement, jusqu'ou ?

ENDETTEMENT | page 7
Augmentation de l'endettement en volume et dégradation de sa qualité

INVESTISSEMENT | page 12
Comment investir dans un contexte de taux bas ?

BANQUES CENTRALES | page 3
Taux bas et Banques centrales

BOURSE | page 9
Effets pernicieux des taux bas sur les marchés financiers

DETTE | page 14
La dette : toute une histoire

ECONOMIE | page 5
Taux bas et nouveaux paradigmes économiques et démographiques

GESTION | page 10
Taux bas et gestion obligataire

NOS FONDS | page 16
Performance des fonds

TAUX BAS ET BANQUES CENTRALES

Objectifs des Banques centrales

La mission de la Banque centrale américaine (FED) est triple : elle vise à garantir la stabilité des prix, le « plein emploi » et maintenir les taux d'intérêt de long terme à un niveau modéré. La Banque Centrale Européenne a, quant à elle, pour objectif principal de « garantir la stabilité des prix ». Cette différence d'objectif « affiché » ne doit pas masquer un objectif commun qui conduit, via la stabilité des prix, l'équilibre financier et donc économique.

Outils à la disposition des Banques centrales

Afin d'atteindre leurs différents objectifs, les Banques centrales ont deux options : faire évoluer leurs taux d'intérêt directeurs, taux auxquels elles prêtent aux banques commerciales, et/ou faire évoluer la taille de leurs bilans, autrement dit la quantité de monnaie présente dans l'économie.

Une baisse des taux directeurs permet aux banques commerciales d'emprunter, auprès de la Banque centrale, à un niveau plus attractif, ce qui les incite à emprunter et à elles-mêmes prêter à de meilleures conditions à leurs clients (particuliers et entreprises).

Une hausse du bilan des Banques centrales permet d'accroître la quantité de liquidités en circulation dans l'économie et donc de baisser le coût d'emprunt de la monnaie. Plus la liquidité est abondante et plus son prix (le taux) sera faible.

Ces deux politiques distinctes, mais complémentaires, visent donc à relancer l'activité économique, via la baisse du coût de l'argent, et à créer le cercle vertueux suivant : hausse de l'investissement des entreprises, qui favorise l'emploi, la hausse des salaires et donc les prix...

Mise en œuvre de la politique monétaire depuis la crise de 2008/2009

Depuis 10 ans, nous avons assisté à la mise en place de politiques monétaires accommodantes, via la baisse des taux d'intérêt directeurs, et via l'injection massive de liquidités :

- **baisse des taux d'intérêt directeurs.** Les taux d'intérêt directeurs ont atteint 0% aux Etats-Unis, début 2009, avant de remonter, à partir de fin 2015, et s'établir sur un niveau toujours faible de 2,25 – 2,50% aujourd'hui. La BCE a été plus agressive, en établissant son taux de dépôt en territoire négatif, à partir de juin 2014, sans jamais le remonter : il s'établit à -0.40% aujourd'hui.

- **Injection de liquidités** (augmentation de la quantité de monnaie prêteable) **via des prêts à long terme aux banques commerciales et des programmes d'achats d'actifs** (dettes d'Etats et privées) : le bilan combiné des six principales Banques centrales (Etats-Unis « FED » ; zone euro « BCE » ; Angleterre « BOE » ; Chine « PBOC » ; Suisse « SNB » ; Japon « BOJ »), a atteint un pic, fin 2018, à presque 20 000 milliards de dollars, soit environ 37% du PIB mondial (plus de 100% du PIB national pour la Banque du Japon, 40% pour la BCE et 20% pour la FED), avant de rebaisser légèrement, suite à la diminution du bilan de la FED. Ce bilan a été multiplié par 2,5 en 10 ans et par 10 en 20 ans.

« Depuis 10 ans, nous avons assisté à la mise en place de politique monétaire accommodante via la baisse des taux d'intérêt directeurs et via l'injection massive de liquidités »

Les conséquences de cette politique monétaire

L'effet de ces politiques monétaires a été immédiatement visible sur les taux d'intérêt des pays développés, comme le montre ci-dessous le graphique de l'évolution des taux d'emprunts allemands par maturité.

L'Allemagne, qui empruntait début 2009 à 1,5% à 1 an, emprunte désormais à -0,50%. A 10 ans, l'écart est encore plus impressionnant avec un taux qui est passé de près de 3% à 0,05% aujourd'hui.

L'augmentation de la demande sur les emprunts d'Etats, induite par l'injection de liquidités et la baisse des taux directeurs, a donc poussé les taux d'intérêt des pays développés à des niveaux historiquement bas sur l'ensemble des maturités d'emprunts.

Cette baisse s'est étendue aux entreprises et aux ménages qui bénéficient également de la baisse des taux souverains. Nombre d'entreprises ont ainsi emprunté à taux négatifs.

Ne pas être rémunéré en contrepartie d'un prêt d'argent : un nouveau paradigme ?

Dans la « Politique », Aristote s'opposait vigoureusement à l'usure (au revenu pur perçu par le prêteur d'argent) « *parce qu'elle est un mode d'acquisition né de l'argent lui-même, et ne lui donnant pas la destination pour laquelle on l'avait créé. L'argent ne devrait servir qu'à l'échange ; et*

l'intérêt qu'on en tire le multiplie lui-même [...]. L'intérêt est de l'argent issu de l'argent, et c'est de toutes les acquisitions celle qui est la plus contraire à la nature ».

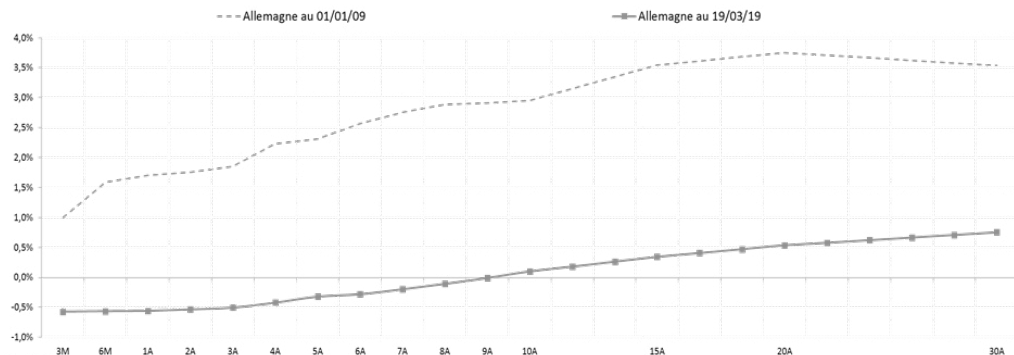
Une pensée reprise par Saint Thomas d'Aquin « *Recevoir un intérêt pour de l'argent prêté est de soi injuste, car c'est faire payer ce qui n'existe pas ; ce qui constitue évidemment une inégalité contraire à la justice* ».

De nombreuses allusions à l'usure sont présentes dans les textes religieux, le débat autour de la rémunération des prêts ne date donc pas d'aujourd'hui. En 1750 avant J-C, la loi fixait déjà un taux maximum ! Les conseils du philosophe grec et des théologiens du Moyen Âge, longtemps mis de côté par la sphère financière, reprennent aujourd'hui tout leur sens.

Une des alternatives trouvée afin de permettre à l'économie de se développer, tout en respectant le fait de ne pas verser d'intérêts, a été de partager les gains dégagés par le projet financé par le prêt. Autrement dit, le prêteur se voit distribuer un « dividende » issu du fruit du travail de son prêt.

Transposé à notre époque, ceci reviendrait à avoir un coupon indexé à la croissance du pays ou au bénéfice dégagé par l'entreprise à qui l'on prête. **Voici une idée qui aurait du sens aujourd'hui !** Les Etats ou entreprises disposeraient, dans ce cas, de marges supplémentaires pour mener des actions correctives et éviteraient des défauts bien plus coûteux aux investisseurs.

Evolution des taux d'emprunts allemands, par maturité



Source : Bloomberg

TAUX BAS ET NOUVEAUX PARADIGMES ÉCONOMIQUES ET DÉMOGRAPHIQUES

Depuis 10 ans, les taux ont fortement baissé. Les politiques monétaires accommodantes en sont la première cause. De plus, il semblerait que la demande de capital des entreprises est moins importante grâce à la hausse de leur marge. Enfin, plus la population vieillit plus sa propension à épargner augmente, ce qui génère du capital disponible pour financer les entreprises. **Ces deux tendances ont donc entraîné un surplus de capital pour les entreprises.** Ce phénomène a sans doute aussi fait pression à la baisse sur les taux d'intérêt.

Pourquoi les marges des entreprises ont été plus importantes ces vingt dernières années ?

Quatre raisons principales semblent expliquer la hausse des marges des entreprises ces 20 dernières années : la délocalisation de la production dans les pays à bas coûts de main d'œuvre (1), la modération salariale dans les pays occidentaux (2), la baisse des impôts (3) et la baisse des frais financiers (4).

Ces quatre tendances ont permis aux entreprises de maximiser leur marge au profit des actionnaires. A titre d'exemple, la marge

nette des entreprises américaines est passée de 8%, au début des années 2000, à 10% aujourd'hui, voire 11% pour les entreprises du S&P500.

1. La délocalisation de la production

La théorie économique a montré que les entreprises arbitrent entre le travail et le capital en fonction de leurs coûts pour produire. Or depuis 20 ans, il semble que les entreprises ont préféré délocaliser leur production dans les pays à bas coûts de main d'œuvre au lieu d'investir dans des équipements plus productifs. En effet, le salaire d'un ouvrier en 2016 en France est en moyenne de 13\$/heure, alors qu'il est seulement de 3,6\$/heure en Chine et de 0,2\$/heure au Bangladesh.

2. La modération salariale

Bien que la plupart des pays occidentaux soit en situation de plein emploi ou en voie de l'être, les hausses de salaires sont, ces dernières années, assez faibles. Selon Eurostat, la hausse du coût horaire du travail dans l'Union Européenne a oscillé entre 3 et 5,5% entre 1999 et 2007, alors que depuis 2010, l'inflation salariale oscille entre 1 et 2,5%.



Sources : National Bureau of Economic Research, Bloomberg

3. Les baisses d'impôts

Les pays occidentaux ont baissé les impôts des entreprises. Par exemple, le taux d'impôt effectif des entreprises aux Etats-Unis est tombé à moins de 15% en 2018 alors qu'il était de plus de 20% en 2017, avant la réforme fiscale de Trump, et de 35% au début des années 2000 selon la réserve fédérale américaine.

Au sein de l'Union Européenne, le taux d'impôt effectif est passé de 22,1% en 2007 à 19,8% en 2018 selon le ZEW.

4. La baisse des frais financiers

Depuis 2000, le taux des obligations américaines a fortement baissé. Par exemple, le taux des obligations bien notées (AAA) a quasiment été divisé par 2 sur cette période pour s'établir autour de 4% en 2018. Cela a permis aux entreprises de fortement alléger leur frais financiers.

Pourquoi la capacité de financement des particuliers est aujourd'hui plus importante ?

En France, le taux d'épargne est d'environ 15% du revenu disponible¹ en moyenne en 2017, tandis qu'en Chine, il serait autour de 37% du revenu disponible selon l'OCDE en 2015, et celui américain avoisine les 7,5% selon le U.S. BEA. Plusieurs raisons peuvent expliquer ce fort taux d'épargne.

Là encore, le vieillissement de la population concoure à ce fort taux d'épargne. En effet, on emprunte quand on est jeune et on épargne de plus en plus, au fur et à mesure que l'on vieillit. De plus, en Chine, le rétrécissement à la base de la pyramide des âges oblige les jeunes à épargner pour aider leurs parents voire grands-parents.

Conclusion

La demande de capital des entreprises a donc tendance à diminuer sur le long terme, alors que l'offre de capital des particuliers a tendance à augmenter. Par conséquent, les taux d'intérêt devraient rester bas, d'autant que les Banques centrales semblent vouloir continuer à pratiquer leur politique monétaire accommodante pendant plusieurs mois.

« Par conséquent, les taux d'intérêt devraient rester bas d'autant que les Banques centrales semblent vouloir continuer à pratiquer leur politique monétaire accommodante pendant plusieurs mois »

¹ Après transferts sociaux

AUGMENTATION DE L'ENDETTEMENT EN VOLUME ET DÉGRADATION DE SA QUALITÉ

L'ensemble des acteurs économiques profite de la baisse des taux, particuliers, entreprises ou Etats, tous préférant s'endetter lorsque les taux sont bas et réduire cet endettement lorsque les taux remontent.

Le fait est que s'ils ne remontent pas, comme cela a été le cas depuis la crise de 2008/2009, nous continuons à nous endetter tant que l'on nous prête. **Les agents économiques étant rationnels, la dernière décennie a logiquement été le théâtre d'un volume d'émissions de dettes record.**

Le montant de dette mondiale est difficilement quantifiable, l'estimation allant de 184 000 milliards de dollars en 2017 pour le FMI à 230 000 milliards de dollars pour l'Institut de la Finance Internationale (IFI, l'Association des grandes banques et institutions financières mondiales).

Le point commun de ces estimations réside dans le fait qu'elles sont unanimes sur le caractère historique de ces données qui se situent sur un plus haut jamais atteint auparavant. La dette publique représente environ un tiers du montant de la dette totale selon le FMI, le reste étant constitué de la dette du secteur privé (ménages et entreprises).

Il est important de noter que l'essentiel de la hausse de l'endettement, sur la période 2007-2017, provient des pays émergents, passant d'un niveau d'endettement de 145% du PIB à 210% (source IFI).

Sur la même période, les pays développés ont connu une hausse « modérée » de 6,7% à hauteur de 382% du PIB.

Cette stabilité apparente du ratio dette/PIB provient également de la hausse du PIB sur la période. La dette des pays développés, en

volume, a augmenté significativement sur la période. A PIB équivalent à celui de 2008/2009, nous serions à un niveau bien supérieur.

Jusqu'à quel niveau un agent économique peut-il s'endetter ?

Cette question ne trouve de réponse que dans le degré de flexibilité/complaisance dont fera preuve celui qui prête.

La baisse des taux permet au particulier d'emprunter plus (réduction du coût du crédit) et plus longtemps. Cependant, un particulier qui n'a comme source de financement « que » sa banque, va être soumis à des règles strictes qui vont limiter sa capacité d'endettement.

Le revenu devra souvent couvrir au minimum trois fois le coût des intérêts et du remboursement du capital.

Récemment, le Haut Conseil de stabilité financière a notamment demandé aux banques d'accroître leurs fonds propres, jugeant la croissance du crédit trop rapide en France, ce qui pourrait menacer la stabilité financière. Cette alerte prouve que l'endettement des particuliers reste très encadré, la crise de 2008 étant passée par là.

Une entreprise et un Etat, qui bénéficient d'une diversité de modes de financement beaucoup plus larges qu'un particulier, avec

« La baisse des taux permet au particulier d'emprunter plus (réduction du coût du crédit) et plus longtemps »

« Les acteurs économiques ont donc logiquement augmenté leur niveau d'endettement sur les dernières années, profitant ainsi des conditions favorables du marché obligataire »

notamment les marchés financiers (actions ou obligations), pourront s'endetter de façon beaucoup plus importante.

L'OCDE estime à près de 13 000 milliards de dollars le montant de dettes d'entreprises non-financières au niveau mondial, à fin 2018, soit le double du niveau de 2008.

Une situation qui préoccupe la Banque de France. Selon une récente étude de S&P Global Ratings, la dette des sociétés françaises atteint aujourd'hui 175% du PIB contre 135% il y a 10 ans. Toutes les catégories d'entreprises ont participé à ce mouvement, et notamment, les multinationales françaises et des sociétés publiques. S&P Global ratings cite l'exemple d'EDF qui a vu sa dette passer de 28 à 63 milliards d'euros entre 2007 et 2017, SNCF Réseau de 28 à 55 milliards ou encore LVMH qui est passé de 12 à 24 milliards, sur la même période.

Les prêteurs ont-ils été trop laxistes ? Quelle qualité de crédit ?

Certaines entreprises (S&P, Moody's, Fitch...) se sont spécialisées dans l'analyse de la qualité de « crédit » des émetteurs. Il est important de noter que la qualité de « crédit » d'un Etat ou d'une entreprise se détermine par une analyse financière fine et il est préférable de se faire sa propre opinion.

Cependant les notations des agences nous permettent d'analyser l'évolution du marché à travers le temps. Le constat est sans appel, les émissions de dettes de sociétés de moindre qualité, financées par des investisseurs à la recherche d'un rendement supérieur aux taux négatifs de la dette d'Etat, a fortement augmenté.

Ces agences segmentent les émetteurs en deux catégories : « spéculative » et

« Investissement ». La première catégorie a une probabilité de défaut plus élevée que la seconde. La base d'investisseurs pouvant acheter de la dette « Investissement » est beaucoup plus importante et ne pourra pas conserver un émetteur passant de la catégorie « Investissement » à « Spéculative ». Le principal problème se situe dans la proportion d'émetteurs se situant à la limite de la catégorie « Spéculative » qui n'a jamais été aussi élevée, Elle représente aujourd'hui près de 50% du gisement « Investissement » européen contre 21% en 2007 !

Autrement dit, 50% de la catégorie « Investissement » européen est susceptible de passer en catégorie « Spéculative », en cas de récession. Des émetteurs auront, dans ce cas, beaucoup de mal à se financer.

Les acteurs économiques ont donc logiquement augmenté leur niveau d'endettement sur les dernières années, profitant ainsi des conditions favorables du marché obligataire. Cet endettement ayant été majoritairement contracté par des acteurs de moins bonne qualité, il constitue de fait, un facteur de risque supplémentaire, en cas de retournement de l'activité.

Cette situation est-elle tenable à long terme ?

Un cycle économique normal est constitué d'une phase de récession, période durant laquelle les entreprises les plus fragiles font défaut, suivant le processus de « destruction créatrice », étudié par Schumpeter.

Si les Banques centrales fournissent assez de liquidités aux investisseurs dès que les données macroéconomiques fléchissent, alors ces entreprises continueront à exister. C'est ce qui se passe actuellement.

Dans ces conditions, les investisseurs doivent-ils utiliser ces liquidités pour continuer à financer ces entreprises, afin d'obtenir une rémunération légèrement positive et en espérant que les Banques centrales seront toujours présentes ? Ou doivent-ils se discipliner, quitte à sacrifier du rendement à court terme, en attendant qu'un cycle économique « normal » reprenne ses droits ?

EFFETS PERNICIEUX DES TAUX BAS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Une politique monétaire en soutien de la croissance économique

Après 10 ans de politiques monétaires expansionnistes, et près de 10 000 Mrds \$ introduits dans le système financier, les Banques centrales ont significativement fait baissé le coût de financement des entreprises. Tant du côté européen, avec un taux d'emprunt en euro, pour LVMH, qui est passé de 4,3 % à 0,12 % pour une maturité à 7 ans, mais également du côté américain, avec un taux à 10 ans, pour Microsoft, qui est passé de 3,10 % à 2,75 % pour un emprunt en USD et de 2 % à 0,6 % pour un emprunt en euro.

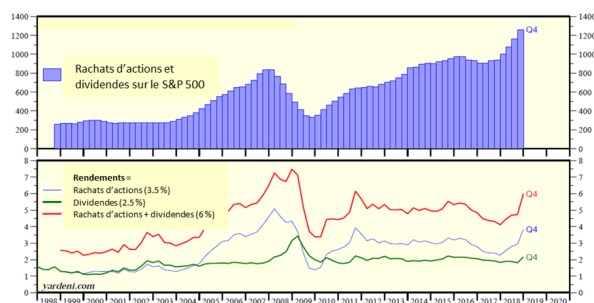
Cette manne financière a été une véritable opportunité et a servi de soutien aux économies. Pour preuve, la forte progression de la production du gaz et pétrole de schiste aux Etats-Unis (en 10 ans les Etats-Unis sont devenus autosuffisants avec une production de 8,55 M de barils jour), ou encore le niveau record des opérations de Fusions et Acquisitions qui ont été de 1.9 trillions \$ aux Etats-Unis en 2018 (vs. 900 Mrds \$ en 2008).

Attention aux effets pernicieux de cette stratégie

En 2018, c'est plus de 1 500 Mrds \$ qui ont été reversés à l'actionnaire, sous forme de dividendes et de rachats d'actions sur le S&P 500, portant à 6 % le retour total offert à l'actionnaire.

Or, dans un environnement de taux bas, cette rémunération de 6 %, répartie entre un dividende de 2,5 % et des rachats d'actions de 3,5 %, peut être perçue comme un véritable eldorado pour l'investisseur et a soutenu les marchés actions. On estime que cette politique de rachat a permis, à elle seule, une hausse de 15 % sur le S&P 500 sur les 5 dernières années.

Montant des rachats d'actions et dividendes sur le S&P 500



Source : Standard & Poor's

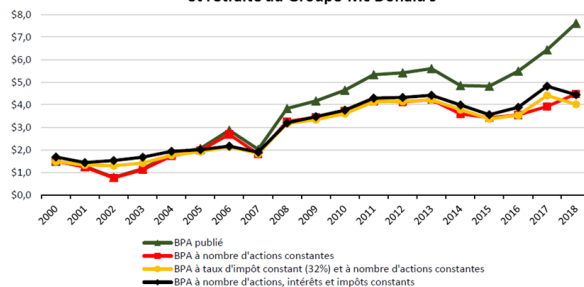
Les dirigeants ont bien compris cette influence des rachats d'actions sur les marchés.

De notre côté, nous y voyons deux travers :

1/ Stratégie offensive avec des rachats d'actions visant à dynamiser les cours de bourse

C'est le cas notamment de Mc Donald's qui a racheté et annulé pour 26 Mrds \$ d'actions et s'est engagé à maintenir ce rythme, sur les trois prochaines années, multipliant ainsi par 2 sa dette nette. Le résultat ne s'est pas fait attendre pour l'actionnaire, puisque le bénéfice par action a été x2, sur cette période, alors qu'il serait resté stable sans ces rachats et annulations d'actions. Dans le même temps, le cours de bourse a été x 2.5.

Croissance des Bénéfices Par Action publié et retraité du Groupe Mc Donald's



Source : publications de résultats du Groupe MC Donald's

2/ Stratégie défensive avec des rachats d'actions visant à soutenir les cours de bourse

C'est le cas d'Iliad, qui en dépit d'un *Free Cash Flows*¹ négatif sur les 4 dernières années, n'hésite pas à doubler son dividende et à procéder à des rachats d'actions, pour un montant de 60 M€ en 2018, multipliant ainsi par 4 sa dette nette. **Mais cette politique a permis de limiter la baisse du cours d'Iliad, en dépit de publications très décevantes.**

Cette stratégie de rémunération de l'actionnaire, par endettement, est-elle pérenne ?

Financer une politique de rémunération par endettement est possible dans un univers de taux bas. Le Groupe Mc Donald's emprunte en euro à 1,3%, pour une maturité

à 10 ans. Néanmoins, en cas de ralentissement économique et/ou de dégradation de la notation de crédit, ces stratégies de rémunération, par effet de levier, risquent d'être difficiles à maintenir dans le temps. Or, en cas de réduction du dividende ou de rachats d'actions, la sanction sur les marchés financiers ne se fera pas attendre.

Sans compter le risque d'arbitrage de ces actions dites « de rendement » comme Mc Donald's, en faveur des obligations, en cas de remontée des taux.

Forts de ces constats, nous estimons que ces stratégies nous semblent risquées, et nous sommes très réticents, à l'égard des sociétés qui la pratiquent sur une trop grande échelle.

¹ Flux de trésorerie opérationnel

► GESTION

par Nadja de Benedit

TAUX BAS ET GESTION OBLIGATAIRE

Comment éviter les mirages de ceux qui promettent aujourd'hui du rendement sans risque, alors que cela n'existe plus...

Pendant longtemps, la gestion obligataire a consisté à acheter de la dette perpétuelle, émise par l'Etat français. Ainsi, tout au long du 19ème siècle, et ce, jusqu'à la Première Guerre mondiale, c'est l'âge d'or de la « rente ». C'est le placement le plus recherché par la bourgeoisie triomphante. Quiconque a un capital, le place en rente, et l'on ne mesure plus sa fortune qu'en regardant les sommes que l'on détient en rente à 3 %, autrement dit, non pas le capital placé, mais les intérêts

versés par l'Etat. Balzac introduit souvent ses personnages en indiquant qu'ils ont cent ou deux cents mille francs « de rentes », c'est-à-dire qu'ils reçoivent cette somme en intérêt de l'Etat, chaque année.

Jusqu'en 1914, la rente représente plus de la moitié de la capitalisation boursière de la Bourse de Paris. L'inflation et les déficits budgétaires qui suivent la Première Guerre mondiale poussent les taux à la hausse et sonnent ainsi son glas. Le taux 10 ans français passe ainsi de 3% à un plus haut de 17%, en 1981.

Avec l'explosion des marchés financiers

dans les années 1980, et la désintermédiation, sont apparues les obligations émises par des entreprises pour se financer directement auprès de l'épargnant, et non plus seulement, en ayant recours à des prêts bancaires.

Les gérants obligataires, en sus d'examiner la solidité financière des Etats, ont dû procéder à des analyses fines des différents nouveaux émetteurs afin de s'assurer de leur capacité de payer chaque année les coupons et de rembourser à maturité leurs dettes.

Mais 37 ans de baisse continue des rendements (avec un taux 10 ans français en dessous de 1% depuis 2014!) a mis à mal la stratégie obligataire consistant à acheter des obligations et à les garder jusqu'à leur échéance. Et l'on peut s'interroger légitimement sur la stratégie qu'emploierait aujourd'hui le Baron de Nucingen, gendre du Père Goriot, pour assurer son train de vie.

Aujourd'hui, le marché obligataire repousse les limites en affichant des taux d'intérêt négatifs, les investisseurs se ruant en masse sur les dettes d'État, dans une économie mondiale toujours très fragile et soutenue par les Banques centrales.

En accordant une aide quasi inconditionnelle aux économies en panne de croissance et menacées par la déflation, les institutions monétaires ont rendu la liquidité abondante et bon marché, à la fois via leurs programmes de rachats d'actifs et la baisse de leurs taux directeurs.

Pour un investisseur, ces taux négatifs sont contre-intuitifs. S'il achète des obligations allemandes ou françaises, il paie une certaine forme de sécurité, « l'effet coffre-fort », mais quand certaines entreprises commencent à

émettre à taux négatif, on peut se poser des questions : **l'investisseur prend du risque et il paie, pour cela.**

Et l'on peut se demander à juste titre : **quel intérêt, pour un investisseur particulier, de continuer à allouer des flux sur l'obligataire, dans cet environnement de taux très bas et qui risque de perdurer ?**

Heureusement pour les gérants obligataires, les classes d'actifs obligataires se sont multipliées et se sont ouvertes au monde entier. Ainsi, le terrain de jeu et les stratégies pouvant être déployées sont vastes. Ces dernières permettent aujourd'hui de distinguer le rendement d'une obligation de sa performance. Ainsi grâce à des stratégies flexibles et réactives, des gérants obligataires peuvent aujourd'hui délivrer des performances positives, même après imputation

« Notre façon de gérer les portefeuilles doit donc s'adapter aux conditions complexes qui règnent actuellement »

de l'inflation.

Notre façon de gérer les portefeuilles doit donc s'adapter aux conditions complexes qui règnent actuellement.

Des solutions existent et il n'y a donc pas de fatalité pour la gestion obligataire dans un monde de taux négatifs.

Pourtant, le constat demeure implacable : les décennies heureuses de la baisse continue des taux, qui ont fait quelques grandes fortunes, sont maintenant révolues ! Nous avons du rendement sans risque, à nous de réaliser, aujourd'hui, de la performance avec un risque modéré.

COMMENT INVESTIR DANS UN CONTEXTE DE TAUX BAS ?

Ces 10 dernières années ont vu de très belles performances, en moyenne, sur pratiquement toutes les classes d'actifs.

Les actions européennes ont cru en moyenne de 8,2%¹ par an (dividendes réinvestis depuis fin 2008).

Les obligations ont également participé à la fête, les européennes *Investment Grade* affichant une performance annuelle moyenne sur la période de 7%² et les européennes à haut rendement de 12,7%³.

Un simple portefeuille 60% obligations, 40% actions, a également produit de très belles performances.

La baisse des taux longs a alimenté les performances des classes d'actifs, et en tout premier lieu, les obligataires. Le choix de la période de calcul, pratiquement au plus bas de la crise Lehman, aide aussi à expliquer ces beaux résultats (et nous reviendrons plus bas sur l'importance du point d'entrée).

Aujourd'hui, les taux d'intérêt sont parvenus à un niveau proche de leur plus bas, le Bund allemand se situant même en territoire négatif. Les taux sans risque constituant la base du rendement futur des actifs risqués, ce bas niveau des taux longs affecte les rendements de toutes les classes d'actifs. Le rendement de l'immobilier de Bureaux Prime sur Paris dépasse à peine les 3%. Aujourd'hui, on peut estimer que l'objectif de rentabilité des

actions européennes sur longue période se situe entre 5% et 7% (décomposé entre 2-4% de rendement du dividende, d'une part, et de 3-4% de croissance des BNPA, d'autre part), les obligations *Investment Grade* 1 à 2% et les obligations à haut rendement offrant 3 à 5% de rémunération.

S'ils veulent conserver les mêmes objectifs de performance en valeur absolue que par le passé, les investisseurs sont donc amenés à prendre de plus en plus de risque.

Aussi, pour un même objectif de performance (par exemple 7,5% annualisée), il est aujourd'hui nécessaire de prendre beaucoup plus de risque qu'il y a 20 ans, ainsi que l'illustre le graphe de la page suivante.

Alors qu'en 1995, une allocation constituée intégralement d'obligations suffisait à générer une rentabilité annuelle de 7,5% par an (avec une inflation US de l'ordre de 2,5% à l'époque), il faudrait, 20 ans plus tard, prendre près de 3 fois plus de risque (celui-ci étant mesuré par la volatilité) pour générer le même niveau de rentabilité.

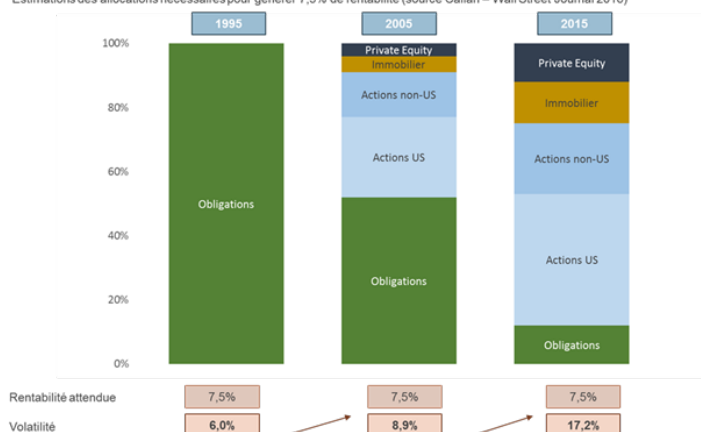
Cette recherche de rendements élevés s'accompagne nécessairement d'une prise de risque accrue. Dans ce contexte, le niveau d'entrée sur les marchés constitue un point critique de la performance future.

¹ Performance moyenne annuelle sur 10 ans de l'indice MSCI EMU TR à fin décembre 2018.

² Performance moyenne annuelle sur 10 ans de l'indice Ices Bofaml 7-10 ans EURO Corp à fin décembre 2018. Les obligations « Investment Grade » sont émises par des emprunteurs bien notés par les agences de notation, c'est-à-dire qui reçoivent une note allant de AAA à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's par exemple.

³ Performance moyenne annuelle sur 10 ans de l'indice Ices Bofaml EURO HY à fin décembre 2018. Les obligations « Haut Rendement » sont émises par des emprunteurs moins bien notés par les agences de notation, c'est-à-dire qui reçoivent une note inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's par exemple.

Estimations des allocations nécessaires pour générer 7,5% de rentabilité (source Callan – Wall Street Journal 2016)



Si on prend l'exemple d'une obligation d'Etat française (OAT), un rendement à maturité de 0,45% signifie qu'il y a de très fortes probabilités (sauf défaut de l'Etat bien évidemment) que le rendement perçu pour un porteur qui détiendrait l'obligation sur la période soit de 0,45%.

Pour des obligations à haut rendement, il y a de très faibles chances de revoir des performances à 2 chiffres.

Pour les actions, le point d'entrée est également très important. Entrer, à un point haut, signifie donc amoindrir fortement ses perspectives de rentabilité à terme.

En même temps, on pouvait tenir exactement le même raisonnement début 2013⁴, ce qui n'a pas empêché les actions US de réaliser une performance moyenne annuelle de plus de 12% par an, par la suite⁵.

On constate aussi, qu'en général, les plus fortes hausses des indices apparaissent dans les dernières phases de marché haussier et qu'**être non-investi dans ces périodes signifie renoncer à un gain potentiel**

important, ... l'inconvénient étant de rentrer au niveau le plus haut (mais on ne peut pas avoir de bonnes performances sans prise de risque ...).

Dès lors, comment investir dans ce contexte de taux bas ?

- **Il apparaît important de « lisser » ses points d'entrée sur le marché** (c'est-à-dire d'étaler dans le temps son entrée, en diversifiant par année, et de ne pas tout investir en une seule fois) car le bon « timing » sur le marché est très difficile à trouver (c'est beaucoup plus facile à posteriori !).

- **Diversifier son portefeuille**, non seulement par classes d'actifs, mais aussi, par grands facteurs macroéconomiques sous-jacents (croissance économique, taux d'intérêt,...).

- **Privilégier la gestion active** car, si les perspectives de performances des classes d'actifs sont faibles, le savoir-faire du gérant, en termes de sélection des titres (actions ou obligations), au sein de ces classes d'actifs, est primordial.

⁴ « Investing in a low yield world », Lim Chow Kiat, CFA, 66th CFA Institute Annual Conference, mai 2013

⁵ Performance moyenne annuelle de l'indice S&P500 TR de décembre 2012 à décembre 2018

LA DETTE : TOUTE UNE HISTOIRE

La dette est omniprésente dans l'histoire économique politique et sociale des civilisations qui se sont succédées, depuis 5000 ans avant JC, jusqu'à nos jours.

Parfois, les archéologues arrivent à trouver des traces précises comme, les remises de dettes à Babylone sous le règne du roi Hammourabi 1750-1792 avant JC, les faits d'arme pour mater des débiteurs à Rome sous le règne de Cicéron 44 avant JC, et plus facilement de nos jours, comme l'effacement de la dette allemande en 1953 (30 milliards de marks) ou la dette africaine en 2005 (40 milliards de \$).

Mais, c'est sur un passage particulier de la Bible sur lequel nous voudrions nous attarder. **Il s'agit de la remise des dettes sabbatiques (tous les sept ans) et jubilaires (tous les cinquante ans) dont l'écriture date d'environ V siècles avant JC.**

Un premier texte du Deutéronome dit :

« Tous les sept ans, tu feras relâche. Et voici comment s'observera le relâche. Quand on aura publié le relâche en l'honneur de l'Eternel, tout créancier qui aura fait un prêt à son prochain se relâchera de son droit, il ne pressera pas son prochain et son frère pour le paiement de sa dette... »

Un deuxième texte, dans le Lévitique, précise le jubilé.

« Tu compteras sept semaines d'années, sept fois sept ans, c'est-à-dire le temps de sept semaines d'années, quarante-neuf ans ; 9 – le septième mois, le dixième jour du mois, tu feras retentir l'appel de la trompe ; le jour des Expiations vous sonnerez de la trompe dans tout le pays ; 10 – vous déclarerez sainte cette cinquantième année et proclamerez l'affranchissement de tous les habitants du pays. Ce sera pour vous un jubilé : chacun de vous

rentrera dans son patrimoine, chacun de vous retournera dans son clan ; 11 – cette cinquantième année sera pour vous une année jubilaire vous ne sèmerez pas, vous ne moissonnerez pas les épis qui n'auront pas été mis en gerbe, vous ne vendangerez pas les cepes qui auront poussé librement ; 12 – le jubilé sera pour vous une chose sainte, vous mangerez des produits des champs ; 13 – en cette année jubilaire vous rentrerez chacun dans votre patrimoine ; 14 – si tu vends ou si tu achètes à ton compatriote, que nul ne lèse son frère ! ; 15 – c'est en fonction du nombre d'années écoulées depuis le jubilé que tu achèteras à ton compatriote : c'est en fonction du nombre d'années productives qu'il te fixera le prix de vente ; 16 – plus sera grand le nombre d'années, plus tu le réduiras, car c'est un certain nombre de récoltes qu'il te rend. 17 – que nul d'entre vous ne lèse son compatriote, mais aie la crainte de ton Dieu, car c'est moi Yahvé votre Dieu. (Lévitique 25, 10.11) ».

Ainsi, le texte est précis. Il prévoit le repos de la terre la 49^{ème} année (7x7) et la 50^{ème} année, soit deux ans sans cultiver la terre.

Il prévoit aussi la libération des esclaves qui auraient subi ce sort en ne remboursant pas leurs dettes dues au cours de leur vie.

Et enfin, l'année jubilaire est une année spéciale où l'on remet les compteurs à zéro, en annulant les dettes. On donne une nouvelle chance à ceux qui n'ont pas su gérer leurs biens ou qui ont été victimes de maladie ou autre fléau.

La description du mécanisme des prix d'échange des marchandises entre les compatriotes, en fonction du nombre d'années restant à courir jusqu'au jubilé, est très précise et permet ainsi de ne pas bloquer le système, la dernière année avant la remise des dettes.

La question de la réalité historique ou de la dimension poétique, comme c'est souvent le cas dans la Bible ou la mythologie grecque, se pose évidemment.

Sommes-nous dans l'utopie ou la réalité ?

Le jubilé aurait eu cours jusqu'en 722 avant JC, date de la déportation de 10 tribus du nord par Sennachérib, roi d'Assyrie, car il faut que la majorité du peuple juif réside sur sa terre pour qu'il ait cours.

Par contre, la rémission des dettes sabbatiques tous les 7 ans entre particuliers, a toujours cours entre les personnes de croyance juive les plus pratiquantes.

Ce texte reste néanmoins une invitation à faire passer les intérêts de l'homme avant ceux de l'argent. Elle nous rappelle qu'aucune société ne peut s'épanouir durablement si elle rejette des personnes ou des peuples qui s'enfoncent dans la misère.

Ce texte a aussi le mérite de poser le principe de la « règle d'or » que se fixent les agents économiques. Comme la date de remise de dettes est connue de tous, chacun évitera de mettre en œuvre des mécanismes d'accumulation, et de concentration de revenus ou de dettes, afin de ne pas se mettre dans des impasses sur le plan économique ou social.

► NOTRE GAMME DE FONDS - PERFORMANCES EN %

	2019	2018	2017	2016	2015
Brongniart Varifonds ¹ Euro MTS 3-5 ans	0,70 0,83	-0,99 -0,37	0,13 0,16	1,72 1,46	0,36 1,39
Cipec Obligations ¹ Bloomberg Barclays Series E Euro Govt I-3Y	0,68 0,12	-1,54 -0,27	2,45 -0,42	-0,90 0,32	-0,02 0,72
Liberté Oblige ² EuroMTS Global Level Real-Time (dividendes réinvestis)	0,66 2,56	-0,63 0,80	-0,27 0,14	0,29 3,12	0,11 1,70
Brongniart Patrimoine (C) ¹ Eonia capitalisé + 1,90%	3,88 0,37	-5,52 -0,21	4,43 5,20	-2,67 5,17	3,68 5,11
Brongniart Rendement ¹ 80% MSCI EMU Large Cap (dividendes réinvestis) + 20% Eonia	10,52 9,41	-12,01 -9,79	10,39 9,15	-4,80 3,72	12,14 6,42
Cipec International Dynamique ¹ 70% MSCIWorld en € + 30% EONIA Capitalisé	16,75 10,13	-7,38 -2,99	6,73 5,14	-3,83 7,40	12,46 7,49
Brongniart Monde ¹ MSCIWorld en € (dividendes réinvestis)	17,79 14,51	-7,64 -4,11	8,08 7,51	0,77 10,73	7,23 10,42
Liberté Amérique ² S&P 500 Net TR (dividendes réinvestis)	16,65 15,99	-1,21 0,37	3,97 5,64	5,31 14,73	12,85 12,26
Euromutuel Brongniart Valeurs Européennes ¹ 70% Eurostoxx 50 + 30% CAC 40	9,46 12,10	-21,98 -13,33	5,86 8,50	-5,62 0,83	14,25 6,11
Liberté 50 ² MSCI Daily TR Gross World (dividendes réinvestis)	15,91 14,96	-1,30 -3,64	6,88 7,10	4,67 10,98	14,78 10,79
Brongniart Avenir ¹ MSCI EMU Mid Cap (dividendes réinvestis)	15,61 12,52	-18,31 -14,94	18,62 17,51	-9,09 5,03	16,56 18,58
Liberté Santé ² MSCI Daily TR World Gross Health Care (dividendes réinvestis)	11,39 10,58	-1,15 8,17	-1,71 4,86	-7,30 -3,91	24,32 18,97
Liberté Euro PEA ² Stoxx 50 Gross Return (dividendes réinvestis)	15,19 14,13	-5,14 -9,60	11,56 10,11	0,86 0,76	11,57 7,59
Brongniart PME Diversifié ¹ 80% MSCI EUROPE MICRO CAP (div réinvestis) + 20% Eonia capitalisé	13,37 6,69	-23,52 -10,78	24,29 13,06	-0,86 5,28	16,26 15,79

Source Dibly Transatlantique Gestion au 29 mars 2019.

¹Indice de référence - ²Indice de comparaison

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Investir dans un OPCVM comporte des risques, notamment de ne pas récupérer les sommes investies. Retrouvez toutes les informations sur nos fonds sur www.banquetransatlantique.com

DUBLY
TRANSATLANTIQUE

GESTION

Dubly Transatlantique Gestion - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF - SA au capital de 15 294 400 euros - 50 boulevard de la Liberté B.P. 1084 - 59012 Lille Cedex. T +33 3 28 36 14 36. Etablissements secondaires : Nancy - 62 rue Stanislas B.P. 425 - 54001 Nancy Cedex. T +33 3 83 17 32 32 ; Paris - 26, avenue Franklin Delano Roosevelt - 75372 Paris Cedex 08 - T +33 1 56 88 76 00 - RCS Lille : 352 220 313 - N°TVA intracommunautaire FR 84 352 220 313 - Pour toute demande sur la bonne exécution du contrat ou réclamation d'un consommateur : 09 69 32 06 06 (appel non surtaxé) - Médiateur du CIC : 63 chemin Antoine Pardon 69160 Tassin la Demi Lune - www.lemediateur-cic.fr - Teneur de compte conservateur : Banque Transatlantique - Groupe Banque Transatlantique. Source : Dibly Transatlantique Gestion à défaut d'autres indications. Document d'information non contractuel. Pour plus d'information veuillez vous référer à la documentation légale, DICI, note détaillée, règlement ou statuts disponibles en français sur le site www.banquetransatlantique.com. Les informations contenues dans ce document ne constituent en aucune façon un conseil en investissement et leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité.