

## Edito | La fin du fonds en euros, un problème de fond ?

L'heure est grave. La nouvelle configuration de marché est un vrai bouleversement pour les épargnants et, plus encore, pour les professionnels de l'assurance. En effet, dans un univers de taux négatifs, il sera bientôt impossible d'investir sur les fonds en euros, jusqu'à alors incontournable pour quiconque souhaitait placer son argent dans une assurance-vie.

Les sociétés d'assurance commencent timidement à l'annoncer : le fonds en euros ferme... Branle-bas de combat dans le monde des conseillers... Mais comment va-t-on faire ? L'inquiétude est palpable. Pour autant, est-ce vraiment une si mauvaise nouvelle ? C'est la fin d'une ère certes, mais ce produit est-il vraiment irremplaçable ?

Précisons que ce fameux fonds en euros est une sorte de boîte noire dans laquelle on peut investir sans en connaître vraiment les sous-jacents. En réalité, le fonds en euros correspond à l'actif général de la société d'assurance qui sélectionne elle-même ses investissements. Dans ces fonds, on retrouve généralement une bonne part d'obligataire (entre 60% et 80%), le reste étant investi sur des actions, de l'immobilier et des investissements alternatifs (notamment des produits structurés). La part obligataire est composée d'emprunts d'Etat et d'obligations corporates. En outre, ces investissements sont soumis aux règles qui régissent les investissements des assurances (dont les lois solvency 2 et Sapin). Comme chacun sait, les investissements sur les obligations d'Etat dévalent aujourd'hui des taux d'intérêt négatifs. Or, la société d'assurance garantit aux souscripteurs du fonds en euros un rendement positif... Difficile à tenir

dans la durée, d'où la possible disparition prochaine de ce produit.

## Un pas vers l'inconnu

Maintenant, en prenant du recul, on se rend compte que le problème majeur n'est pas à proprement parler la disparition du fonds en euros, car des alternatives existent. En revanche, il faudra s'adapter et trouver de nouvelles méthodes de travail. Et c'est là que le bât blesse : dans la résistance au changement et la peur de l'inconnu. C'est compréhensible car, jusqu'à présent, le fonds en euros, c'était sécurisant, lucratif et, en un mot, facile !

Cependant, ce côté pratique l'a rendu sans doute un peu trop populaire, car il est évident qu'il n'est plus aussi intéressant qu'autrefois. Son utilisation s'est généralisée du fait de la garantie qu'il apportait, notamment auprès d'une clientèle d'épargnants particulièrement averse au risque. Certes, cette allocation se faisait au détriment d'autres produits plus rémunérateurs pour l'épargnant, mais il était imbattable sur le plan de la garantie. Or, le conseiller a toujours intérêt à privilégier la meilleure alternative en termes de couple rendement-risque pour justifier la plus-value de son conseil auprès de son client. Aujourd'hui, le simple fait que l'avenir du fonds en euros soit remis en question est un indice suffisant pour conclure qu'il n'est plus vraiment compétitif par rapport à certains véhicules en unités de compte.

Puisque les conseillers financiers et les particuliers ne sont pas soumis aux mêmes règles d'investissement que les sociétés d'assurance, on comprend donc qu'il ne

serait pas si compliqué que cela de remplacer le fonds en euros dans les allocations des clients. Certes, cette nouvelle situation va compliquer le quotidien du conseiller financier dans les temps à venir. Toutefois, elle devrait leur permettre de se distinguer et de prouver à leurs clients qu'ils sont dignes de leur confiance.

Et qui sait, peut-être que cette situation favorisera la mise en place d'une rémunération en honoraires ! ■

Nathan Hirtzig  
10 octobre 2019

## Sommaire

Finance | Mais ils sont fous ces taux ! MCA Finance

Marchés US | Crise de liquidité sur le marché du Repo, ASG Capital

Investissements et marchés | Quelle issue serait préférable : un accord commercial ou une baisse des taux d'intérêt, Placement AGF Inc.

R&D | Le cas de la performance absolue « Momentum Driven », Seven Capital Management

R&D | Septembre 2019 : du repo au QE... Seven Capital Management

Marchés financiers | Baromètre des Marchés, Seven Capital Management

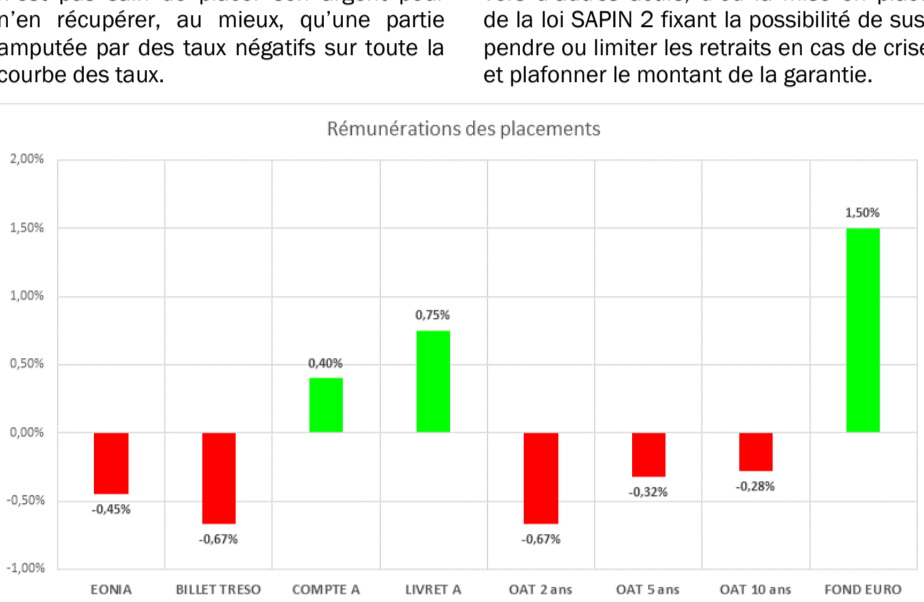
Focus marchés | Vers un octobre de tous les dangers ? Fox Gestion d'Actifs

## Finance

## Mais ils sont fous ces taux !

La guerre commerciale entre les Etats-Unis d'Amérique et la Chine a fait chuter la croissance de l'économie mondiale à son plus bas niveau depuis 1 a crise financière de 2008-2009.

En l'absence de résolution rapide des risques politiques (surtout les tensions commerciales mais aussi le Brexit), les banques centrales n'ont pas d'autre choix que d'intervenir pour continuer de repousser le spectre d'un crack obligataire. Mais cette assistance sous morphine a un prix et il n'est pas sain de placer son argent pour n'en récupérer, au mieux, qu'une partie amputée par des taux négatifs sur toute la courbe des taux.



La pandémie des taux négatifs s'amplifie pour atteindre désormais 17 000 milliards de dettes à taux négatif (25 % du stock d'obligations des pays développés) et 1 000 milliards sur les seules dettes corporates.

Les taux négatifs ont une incidence directe sur les performances futures des fonds en EURO des contrats d'assurance vie. Le placement préféré des français voit son taux de rémunération s'éroder autour de 1 %, ce qui va guider nécessairement les capitaux vers d'autres actifs, d'où la mise en place de la loi SAPIN 2 fixant la possibilité de suspendre ou limiter les retraits en cas de crise et plafonner le montant de la garantie.

## A qui profite la baisse ?

En contrepartie, la baisse des taux profite aux emprunteurs tels que l'Etat français qui a pu réduire sa charge de la dette de 1,9 Mds€ cette année. Elle profite aussi aux sociétés qui restructurent leur dette en remboursant leurs obligations et en réemettant à moindre coût (ENGIE a émis un emprunt à 7 ans à un taux de 0 %). Cela profite enfin aux ménages qui peuvent s'endetter pour leur achat immobilier sur des durées plus longues, sans augmentation du coût de la dette. D'ailleurs, la Haute Autorité pour la Stabilité Financière ne s'y trompe pas et s'inquiète de l'alimentation d'une bulle immobilière.

Enfin, cette période de taux bas va nécessairement guider les flux vers les marchés actions — favorisant les rachats de leurs propres actions par les entreprises (comme ce fut le cas aux Etats-Unis d'Amérique en 2018 et 2019) — tout en soutenant les cours des actions dites de rendement (exemple Total) et en encourageant les opérations de croissance externes. ■

Cyrille Renaudin  
Directeur de la Gestion  
MCA Finance  
2 octobre 2019



## Finance

## Crise de liquidité sur le Marché du Repo (Prêt/Emprunt de Titres)

Septembre 2019 fut marqué par une crise de liquidité sur le marché du repo américain, un marché principalement animé par les banques. Cela s'est traduit par des coûts de financement ponctuellement élevés. En réaction à cette situation particulière, la Réserve fédérale est intervenue afin d'apporter toute la liquidité nécessaire pour rétablir une normalité à ce marché.

Cette situation fut observée pour la dernière fois en 2008, lors de la crise financière. A cette époque, les causes identifiées étaient, d'une part, une méfiance dans le financement entre banques commerciales et, d'autre part, l'inconfort des intervenants concernés sur le collatéral proposé en garantie de ces emprunts à court terme (notamment celui adossé à des crédits immobiliers alors en pleine crise).

Le phénomène de septembre 2019 a surpris eu égard à la situation économique d'aujourd'hui qui est bien loin de l'effondrement du marché des subprimes onze ans plus tôt. De plus, la politique d'assouplissement monétaire, mise en place par la Fed dès la fin juillet avec l'arrêt du « quantitative tightening » d'août, était supposée pallier les futurs besoins de liquidité des marchés financiers. Ce qui, manifestement cette fois-là, ne semble pas avoir suffi.

Plus étonnants encore furent les commentaires de M. Bill Dudley, ex Président de la Fed de New York. Il avançait les raisons de ce dysfonctionnement ponctuel comme étant une échéance de prélèvements fiscaux sur les entreprises privées améri-

caines et un lancement d'émissions bons du Trésor. Tous deux auraient asséchés momentanément la liquidité disponible en US Dollar dans le marché du repo. Ses explications ont de quoi laisser perplexe, car ces types d'opérations sont parfaitement prévisibles pour une banque centrale comme la Fed. L'institution aurait dû anticiper avec des mesures de financement nécessaires. Alors pourquoi cette crise de liquidité ?

## Une qualité du collatéral dégradée

Pour tenter de répondre à cette question, certains analystes mettent en lumière des raisons structurelles, liées en grande partie aux interventions des banques centrales mondiales, ainsi que des causes conjoncturelles.

Le premier élément structurel concerne la qualité du collatéral utilisé en caution pour les opérations de repo. Traditionnellement, ce sont des obligations d'Etat de première qualité qui sont utilisées pour ces transactions. Seulement voilà, les différentes politiques de rachats d'actifs par diverses banques centrales depuis 2008 ont progressivement asséché la disponibilité de ce type d'instruments sur les marchés. Désormais, les intervenants dans l'univers du repo proposent à leur place des obligations d'entreprises, actifs considérés de seconde qualité. Au regard du ralentissement d'activité économique mondiale, la prime de risque pour accepter ces obligations en collatéral aurait augmentée d'une façon significative en septembre 2019, ce qui s'est traduit par un coût du financement en repo plus important.

Le deuxième élément structurel concerne la mise à disposition de liquidité par les banques commerciales américaines. Contraintes par la réglementation d'un côté et encouragées par une rémunération de leurs réserves d'un autre côté, ces entités bancaires préfèrent déposer leur liquidité auprès de la Fed plutôt que la mettre à disposition du marché du repo.

## ASG CAPITAL

## ASSET MANAGEMENT

## Un volet conjoncturel nourri

Le marché du repo se retrouve donc avec une qualité du collatéral dégradée, face à une liquidité qui n'est pas toujours au rendez-vous, à laquelle s'ajoute un volet conjoncturel.

Depuis de nombreux mois, la demande internationale pour le USD et des actifs obligataires dans cette devise ne fait que croître. Incertitudes géopolitiques à Hong Kong et au Moyen-Orient, anticipations de futures baisses des taux aux Etats-Unis s'ajoutant aux capitaux venant des zones à taux d'intérêts négatifs en quête d'un retour sur investissement, se sont agrégés pour perturber les flux habituels d'obligations et de liquidité sur le marché du repo, d'où le dysfonctionnement de septembre 2019.

Les conclusions de cet incident sont très pertinentes résumées par M. Gundlach du fonds d'investissement DoubleLine. Ce dernier estime que le marché du repo américain a été plus ou moins sous tension depuis la fin 2018 et que cette situation risque de durer pour quelques temps encore. Il suggère que les dernières interventions de la Fed sur le mois de septembre ne sont en réalité qu'un préalable à une prochaine campagne de rachats d'actifs. Un genre de « Quantitative Easing 4 light ».

Pour Michael Howell de CrossBorder Capital, les politiques accommodantes en Europe, en Chine et au Japon peuvent être regardées sous l'angle de la guerre des monnaies à l'encontre du US Dollar. Il estime que ni l'administration Trump, ni la Fed ne pourront y rester insensible encore très longtemps, et considère que la banque centrale américaine risque très prochainement d'ouvrir à son tour ses vannes de liquidité. ■

Steven Groslin  
8 octobre 2019



## Economie

## Quelle issue serait préférable : un accord commercial ou une baisse des taux d'intérêt ?

Ces derniers temps, les investisseurs désirent ardemment deux choses : une issue satisfaisante au conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine, ainsi que de nouvelles baisses des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine.

Toutefois, un dilemme se pose : la conclusion d'un accord commercial, par exemple, mettrait fort probablement fin aux baisses de taux entamées par la Fed, tout particulièrement si l'économie mondiale venait à s'embellir sous l'effet de la résolution dudit conflit. À vrai dire, les prévisions, quant à de prochaines baisses, ont d'ores et déjà commencé à s'estomper, maintenant que les États-Unis et la Chine ont repris contact et que les possibilités d'un accord refont surface.

Parallèlement, la Fed pourrait être amenée à poursuivre la baisse de son taux directeur au cours des prochaines semaines, surtout si un nouveau blocage se produisait ou, pire encore, si elles se soldaient par un échec complet. La perspective d'un accord serait alors compromise, ce qui ne ferait que renforcer la menace d'une récession.

En d'autres termes, les investisseurs pourraient bien ne pas obtenir gain de cause dans les deux cas et devraient se préparer à voir une issue se profiler sans l'autre.

Naturellement, cette situation soulève la question de savoir quel dénouement est préférable : un accord commercial ou une nouvelle salve de baisses des taux ?

Il va sans dire qu'un accord commercial profiterait aux marchés, lesquels ont souffert à maintes reprises de pénibles négociations entre les deux plus grandes économies du monde, ces derniers dix-huit mois. L'effet serait d'autant plus favorable si cet accord permettait de mettre fin aux représailles entre les deux pays, qui ont donné lieu à des centaines de milliards de dollars dépensés en tarifs douaniers et qui menacent aujourd'hui plus gravement la croissance mondiale.

L'incidence qu'aurait la baisse des taux d'intérêt américains sur les marchés et l'économie est toutefois plus difficile à dé-



## AGF

## AGF

terminer. Une réduction supplémentaire pourrait peut-être apaiser les investisseurs préoccupés par l'envoie continue des actions sans autre coup de pouce, mais il est fort possible que des taux nuls ou négatifs nuisent plus qu'autre chose, alors même que l'économie est inondée de dettes à taux négatifs (plus de 17 mille milliards \$US), selon des données publiées par Bloomberg. Après tout, c'est en touchant des intérêts sur l'argent qu'elles prétent que les banques génèrent des revenus. Pas en payant les autres pour l'emprunter.

Pourtant, il n'est pas ici question d'affirmer qu'un accord commercial sera inéluctablement trouvé et que toute baisse des taux est inutile. Les États-Unis et la Chine sont encore loin d'un accord et il pourrait s'écouler des mois avant qu'on assiste à un rapprochement. Néanmoins, face à ce dilemme, la première option serait préférable pour les investisseurs. ■

Kevin McCreadie  
Chef de la direction et  
chef des investissements  
de AGF Limitée  
10 septembre 2019



Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 9 juin 2019. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Nous invitons les investisseurs à consulter un conseiller financier.

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement le point de vue d'AGF, de ses filiales et de toute autre société apparentée ou affiliée, et ne peuvent être associées à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujéti au Canada. Les filiales faisant partie de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (« PAGFI »), Gestion de placements Highstreet (« Highstreet »), AGF Investments LLC (anciennement FFCM LLC), AGF Investments America Inc. (« AGFIA »), AGF Asset Management (Asia) Limited (« AGF AM Asia ») et AGF International Advisors Company Limited (« AGFIA »). AGFIA est inscrite aux États-Unis à titre de conseiller, PAGFI et Highstreet sont inscrites à titre de gestionnaires de portefeuille auprès des commissions des valeurs mobilières canadiennes. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. AGF AM Asia est inscrite à Singapour à titre de gestionnaire de portefeuille. Les filiales faisant partie de Placements AGF gèrent plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés.

MC Le logo AGF est une marque de commerce de La Société de Gestion AGF Limitée et est utilisé aux termes de licences.

■ ■ ■

## R&amp;D

## Le cas de la performance absolue « Momentum Driven »

## N'est-il pas temps de considérer enfin ce mode de gestion qui peut fournir une excellente alternative à des classes d'actifs excessivement chères ?

Comme chaque année à l'entrée de l'automne, les discussions sur l'allocation d'actifs, en vue de la nouvelle année, s'intensifient. Et, à l'heure où cette problématique accapare nombre de gestionnaires, il nous paraît intéressant de faire le point sur les perspectives qu'offrent les différentes classes d'actifs en ce début d'automne 2019.

L'un des éléments les plus importants, quand on envisage une allocation potentielle dans une classe d'actifs, est le retour que l'on en attend sur un horizon de temps donné. Bien sûr, ce critère est loin d'être unique. D'autres contraintes doivent être prises compte comme, par exemple, la volatilité des investissements. C'est précisément celui-ci que nous allons étudier en détail dans ce qui suit...

## SEVENCAPITAL

## MANAGEMENT

## Télécharger et lire la suite de l'article

Bruno Symen  
26 septembre 2019



■ ■ ■

## R&amp;D

## Septembre 2019 : du repo au QE...

## Ou comment la Fed a repris le contrôle de ses taux d'intérêt de référence !

C'est donc durant la semaine du 16 septembre 2019 que les conséquences de la politique de

resserrement monétaire de la Fed sont apparues au grand jour dans le système financier US.



Le taux IOER est le taux d'intérêt que la Fed paie sur les réserves excédentaires conservées par les banques dans ses livres.

Dans cet article, nous évoquons en détail les événements de la semaine du 16 septembre, leurs causes et les diverses réponses adoptées par la Fed.

Nous abordons également la façon dont les choses pourraient se normaliser dans le futur peut-être, une bonne fois pour toutes, cet autre problème majeur de liquidité...

## Télécharger et lire la suite de l'article

Bruno Symen  
7 octobre 2019



## Au filtre de la gestion Momentum

## Le baromètre des risques de marché



L'échelle de risque est dérivée du niveau d'investissement des stratégies momentum développées par Seven Capital Management. Un niveau de risque 2 signifie que l'ensemble des stratégies momentum de Seven Capital Management indique une tendance de marché positive. Un niveau de risque de 10 signifie que l'ensemble des stratégies momentum de Seven Capital Management indique une tendance de marché négative.

L'information fournie ci-dessus pourrait ne pas être adaptée à tous les profils d'investisseur. Elle ne constitue pas une sollicitation ou un conseil d'investissement de quelque nature que ce soit. Pour toutes informations concernant les processus et méthodes de gestion employées par Seven Capital Management merci de contacter notre service client. Document d'information sans valeur contractuelle.

## Focus marchés

## Vers un octobre de tous les dangers ?

Une nouvelle fois les actifs risqués ont été à l'honneur au cours du mois de septembre, avec un fort rebond des indices effaçant largement la baisse d'août. Les marchés ont continué de planer, toutoyant leur plus haut annuel, surfant sur quelques bonnes nouvelles et occultant l'ensemble de celles susceptibles d'inquiéter.

péen du 17 octobre prochain. Si, à certains jours de l'échéance, il règne une certaine cacophonie sur le sort du Royaume-Uni, il est évident qu'une rapprochement au sein des Vingt-sept nous rapprocherait encore un peu plus d'un « no deal Brexit » que les marchés n'ont pas encore voulu intégrer. Une chose est sûre, l'économie anglaise souffre déjà de l'attentisme autour de ce dénouement, avec une croissance qui ressort, au deuxième trimestre, en baisse de 0,2%, après +0,6% au premier.

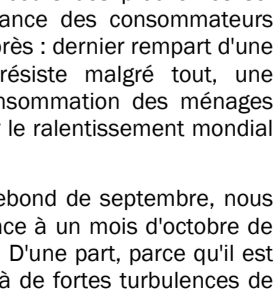
## Le dernier rempart de la croissance

Depuis plusieurs semaines, voire quelques mois, les données macro-économiques se dégradent à travers le monde. La guerre commerciale et ses renforcements de droits de douane continuent d'affecter les industries comme l'attestent des PMI ou l'ISM qui touchent des niveaux bas de 10 ans. L'attentisme provoque un net recul des commandes, et pourrait même occasionner par ricochet une baisse des investisse-

ments. Ainsi, au cours des prochaines semaines, la confiance des consommateurs sera scrutée de près : dernier rempart d'une croissance qui résiste malgré tout, une baisse de la consommation des ménages pourrait amplifier le ralentissement global.

Ainsi, après ce rebond de septembre, nous pourrions faire face à un mois d'octobre de tous les dangers. D'une part, parce qu'il est souvent associé à de fortes turbulences de marchés (1929, 1987, 2008, 2018), d'autre part, parce qu'entraîne la réunion sur les négociations commerciales Etats-Unis et la Chine et la date butoir du Brexit, il va y avoir un flux de nouvelles à absorber. Dans cette attente nous ne modifions pas notre position de prudence adoptée il y a déjà plusieurs mois. ■

Fox Gestion d'Actifs  
10 octobre 2019



■ ■ ■

Document non contractuel — Les articles contenus dans cette lettre sont écrits dans un but d'information uniquement. Ils ne constituent ni une offre ni une recommandation ou sollicitation en vue de la souscription d'un quelconque produit. Investeam et les sociétés de gestion AGF Investments Inc., ASG Capital, Fox Gestion d'actifs, MCA Finance et Seven Capital Management, ainsi que leurs gérants, ne peuvent en aucun cas être tenus pour responsables de toute quelconque décision d'investissement prise à partir ou sur la base des informations contenues dans le présent document.