

## COMPTE-RENDU du dîner-débat organisé le 11 octobre 2023 à Alès

Les  
Thèmes

- 1 - L'évolution des marchés financiers en 2023**  
par Chaguir Mandjee, gérant de portefeuille chez Tailor AM
- 2 - Les SCPI dans le contexte de la remontée des taux d'intérêts**  
par Romain Calbert, directeur des partenariats chez Atland-Voisin
- 3 - Miser sur les fonds obligataires datés**  
par Hubert Mercier, chargé des relations partenaires chez Keren Finance



DE GAUCHE À DROITE,  
ROMAIN BLACHON, CHAGUIR MANDJEE,  
JEAN-JACQUES TEISSEDRÉ,  
MICHEL LAMOUREUX, FRANCK PAULY,  
HUBERT MERCIER, STÉPHANE REYNAUD,  
ROMAIN CALBERT.

### Introduction par Franck Pauly, journaliste financier

Les dîners-débat sont une tradition bien ancrée dans la culture du cabinet Teissedre & Associés. Bienvenue pour une soirée de partage et d'informations, un moment de plaisir pour les papilles et pour l'esprit. Avec le retour de l'inflation et la remontée des taux, la donne change quelque peu. Nos intervenants vont nous expliquer en quoi cette situation nouvelle impacte notre patrimoine.

Le premier sujet concernera la santé de l'économie. Il permettra de faire le point sur les marchés financiers et leur évolution future.

Suivra une analyse de l'immobilier, pierre angulaire de tout patrimoine bien diversifié. Notre regard se portera plus particulièrement sur les SCPI confrontées à la hausse des taux. Nous verrons ensuite l'effet de la remontée des taux et de l'inflation sur les obligations. Ce sera l'occasion de parler des fonds datés, des outils intéressants pour profiter du contexte. Beaucoup de choses qui vont nourrir votre réflexion et guider vos choix d'investissements !



FRANCK PAULY

### L'évolution des marchés financiers en 2023

**Franck Pauly : En quelques mots, pouvez-vous nous dire comment se porte l'économie mondiale en 2023 ?**

**Chaguir Mandjee :** Ralentie par les hausses successives des taux d'intérêts destinées à combattre l'inflation, l'activité économique mondiale a fortement ralenti en 2023. Au troisième trimestre, le rythme de la croissance mondiale est de l'ordre de 2,5% contre 4% en début d'année.

Aux États-Unis, la croissance devrait s'établir autour de 1%. En zone Euro, après un deuxième trimestre un peu meilleur que le premier, la croissance s'annonce faible pour la fin de l'année, autour de 0,5% en rythme annualisé. Très dépendante de l'économie chinoise et affaiblie par son secteur industriel, l'Allemagne est très proche de la récession.

**F. P. : La Chine semble être à contre-courant des autres grands pays. Que faut-il en penser ? Est-ce inquiétant ?**

**C. M. :** La Chine cumule des problèmes conjoncturels et d'autres structurels. En raison du fort ralentissement de l'activité économique des pays développés, ses exportations se sont fortement contractées depuis un an. Le taux de chômage des jeunes atteint le niveau record de 21%, dans le même temps, les ventes immobilières se sont effondrées de 26%, entraînant la faillite de nombreux promoteurs.

Dans ce contexte, la consommation est faible et le taux d'épargne élevé, les ménages préfèrent se désendetter plutôt que consommer. Tout ceci n'est pas inquiétant en soi mais il est clair que la Chine ne sera pas le catalyseur de la reprise de la croissance mondiale.





CHAGUIR MANDJEE

→ **F. P. : Le CAC 40 est en hausse de près de 10% depuis le 1<sup>er</sup> janvier. Était-ce anticipé ou plutôt une bonne surprise ?**

**C. M. :** La bonne tenue du CAC 40, ainsi que des autres indices actions, s'explique par le fait que malgré la forte remontée des taux d'intérêts, les États-Unis et l'Europe ont évité la récession. Rassurés, les investisseurs ont misé sur les bons résultats des entreprises, ce qui a permis aux principaux indices de passer toute l'année dans le vert.

**F. P. : Depuis plusieurs années, les petites et moyennes capitalisations sont en retard de valorisation. Pourquoi cela ? Sont-elles en train de rattraper ce retard ?**

**C. M. :** Ce segment du marché (les petites et moyennes entreprises) accumule en effet un important retard en terme de valorisation. Le retard de gain est estimé de 20% à 30%. Il s'explique par le ralentissement économique et les risques de récession qui l'accompagne. Cette situation favorise les grandes valeurs, plus défensives et plus liquides, au détriment des petites et moyennes, traditionnellement plus cycliques. Un rattrapage aura forcément lieu un jour mais il est difficile de prévoir quand.

**F. P. : L'inflation a fait son retour fin 2021 et s'est accentuée en 2022. Quelles sont les mesures prises par les banques centrales pour la combattre ? Sont-elles efficaces ?**

**C. M. :** En 2021, quand l'inflation est apparue, portée par la reprise

post-Covid, les banques centrales ont parlé d'une inflation transitoire. En 2022, après l'invasion de l'Ukraine, ces mêmes banques centrales ont pris conscience du facteur plus structurel de l'inflation, elles ont alors décidé de monter brutalement leurs taux d'intérêts. En Europe, les taux de la BCE (Banque Centrale Européenne) sont passés de -0,25% en février 2022 à +4% aujourd'hui. Cette politique de lutte contre l'inflation porte ses fruits, l'inflation baisse lentement mais progressivement en Europe. Il en est de même aux États-Unis. Maintenant, la question est de savoir si la cible des 2% d'inflation visée est crédible à court ou moyen terme. Chez Tailor AM, nous sommes convaincus qu'elle est crédible mais pas avant 2025.

**F. P. : Pourquoi l'inflation baisse moins vite que ce que l'on imaginait ? Par quoi est-elle alimentée ?**

**C. M. :** Deux facteurs expliquent cette lente désinflation. Le premier concerne la résilience de la croissance économique et donc de la demande. Ce contexte permet aux entreprises d'adapter leurs prix à l'inflation, en clair de continuer à monter les prix de vente.

Le deuxième facteur tient à la robustesse du marché de l'emploi. Pour conserver leurs employés, les entreprises augmentent les salaires, ce qui autoalimente l'inflation.

**F. P. : Jusqu'à quel niveau voyez-vous les banques centrales remonter leur taux directeur ?**

**C. M. :** Nous pensons que nous sommes à la fin du cycle de la hausse des taux. Aux États-Unis, on ne peut pas exclure une dernière hausse de 0,25%, ce qui amènerait les taux à 5,50% ou 5,75%. En Europe, les taux sont à 4% et nous pensons que le cycle de hausse est terminé compte-tenu des difficultés que commence à rencontrer la croissance depuis l'été dernier.

**F. P. : La plupart des observateurs attendent un atterrissage en douceur de l'économie en 2024 plutôt qu'une récession. Est-ce votre sentiment ?**

**C. M. :** Tout dépend de la définition que l'on donne au mot récession. Une croissance négative mais proche de 0 (par exemple entre 0 et -0,5%) n'est pas impossible, en revanche, une récession profonde comme dans les cycles précédents nous paraît totalement exclue car dès que les premiers signes de récession apparaîtront, les banques centrales pourront réagir vigoureusement en baissant les taux.

**F. P. : Comment un épargnant peut-il se protéger de l'inflation ? Quels sont les placements à privilégier ?**

**Teissedre & Associés :** L'inflation est clairement l'ennemie de l'épargne, lorsqu'un capital rapporte moins qu'elle, il s'érode.

Dans la décennie passée, lorsque l'inflation était de l'ordre de 1%, il était facile de gagner plus, même un actif en euros le permettait. Aujourd'hui, la situation est différente, l'inflation avoisine les 5%, l'épargne ne peut pas « dormir » sur des comptes mal rémunérés.

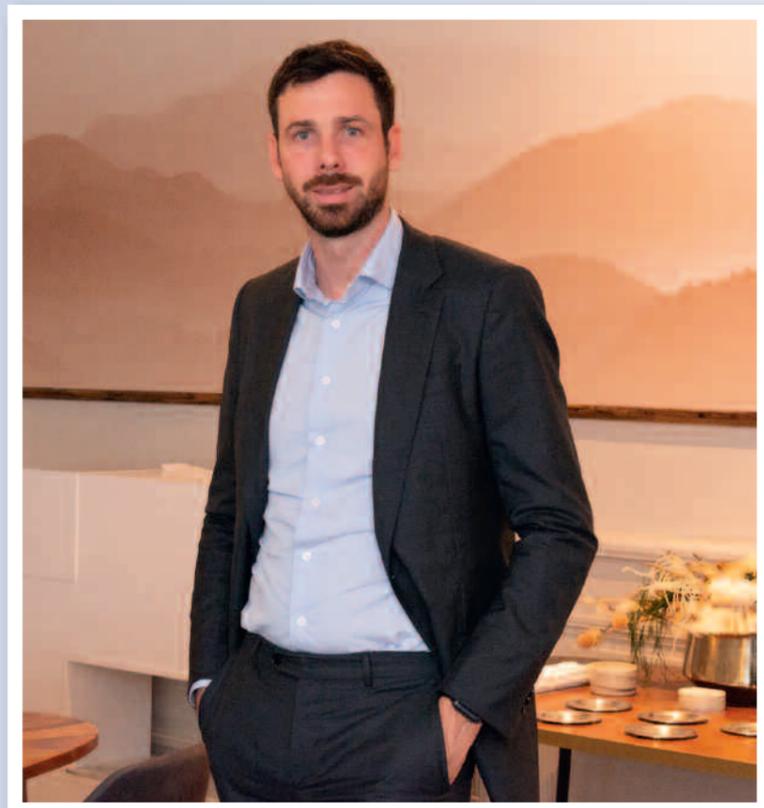
Il faut savoir être opportuniste en profitant des bonus de rémunération offerts par certains contrats d'assurance vie ou en s'intéressant aux obligations privées. L'immobilier, et notamment les SCPI, a toute sa place dans cette diversification financière, sans oublier les placements en actions qui représentent la classe d'actifs la mieux rémunérée sur 10 ans et plus.



STÉPHANE REYNAUD



JEAN-JACQUES TEISSEDDRE



ROMAIN CALBERT

## Les SCPI dans le contexte de la remontée des taux d'intérêts

**Franck Pauly :** *Comment la remontée des taux d'intérêt impacte-t-elle le marché de l'immobilier en général et les SCPI en particulier ?*

**Romain Calbert :** La remontée des taux d'intérêts s'est traduite par une hausse du coût du crédit et donc une diminution de la capacité d'investissement des acheteurs. Dans un marché dans lequel l'offre et la demande doivent s'équilibrer, les prix de certains actifs immobiliers ont dû baisser pour prendre en compte cette nouvelle donnée. Bien entendu, les impacts varient fortement selon la typologie des actifs et leur localisation géographique. Les actifs immobiliers détenus par les SCPI ont suivi ou vont suivre cette tendance, toutefois, la forte mutualisation du portefeuille des SCPI permettra de minimiser ces impacts.

**F. P. :** *Certaines SCPI ont annoncé une baisse du prix de part. Lesquelles sont plus particulièrement concernées ? Que faut-il en penser ?*

**R. C. :** Il y a trois caractéristiques communes aux SCPI qui ont annoncé une baisse du prix des parts :

- Elles étaient très présentes sur le segment des grosses surfaces de bureaux et situées principalement en Île-de-France où les prix avaient beaucoup augmenté. La baisse est plus prononcée sur ces actifs, d'autant plus que certaines zones d'Île-de-France, Paris La Défense, par exemple, souffrent d'une vacance immobilière importante,
- La valeur de reconstitution de la SCPI était déjà inférieure ou proche du prix de part,
- Leur rendement avait beaucoup baissé.

Rappelons toutefois qu'à ce jour, seules une douzaine de SCPI ont baissé le prix des parts sur plus de deux cents SCPI proposées aux épargnants.

**F. P. :** *Pouvez-vous nous rappeler ce qui détermine l'évolution du prix de la part d'une SCPI, à la hausse comme à la baisse ?*

**R. C. :** Le patrimoine immobilier de toutes les SCPI est régulièrement expertisé. La valeur définie après le passage de l'expert est appelée « valeur de reconstitution ». Cette valeur est une information importante, comparée au prix de souscription, elle permet de savoir si on achète une part de SCPI à un prix surévalué ou sous-évalué.

La valeur de la SCPI doit osciller entre - 10% et + 10% par rapport à sa valeur de reconstitution. A titre d'exemple : une SCPI a un prix de part de 100. L'expertise dit que sa valeur de reconstitution est de 105. Nous sommes dans le fourchette + 10%, - 10 %, la société de gestion peut décider de ne pas faire évoluer le prix de part. Si la valeur de reconstitution avait été établie à 115, le prix de la part aurait obligatoirement monté, à minima de 6 (pour être en-dessous + 10%) voire plus selon la politique de la société de gestion.

**F. P. :** *Où se situe la SCPI Epargne Pierre par rapport à sa valeur d'expertise ?*

**R. C. :** La SCPI Epargne Pierre a été expertisée au 30 juin 2023. La valeur de reconstitution est ressortie à 221 €. Le prix de part actuel est de 208 €. La SCPI bénéficie donc d'une décote relativement importante, c'est une information rassurante pour les porteurs de parts.

**F. P. :** *La situation actuelle, ne présente-t-elle pas également des avantages pour les acquéreurs ?*

**R. C. :** C'est évident, elle présente deux avantages. Le premier concerne l'inflation. L'immobilier, notamment tertiaire, est un rempart naturel à l'inflation étant donné que les loyers sont indexés.

Le deuxième avantage concerne les acquisitions. Les SCPI qui collectent régulièrement peuvent acheter des biens dans de meilleures conditions que les années précédentes et ainsi bénéficier de rendements supérieurs. J'ajouterais que celles qui ont du cash pourront faire de bonnes affaires car elles seront en capacité de négocier auprès de sociétés désirant se désengager rapidement pour ne plus supporter des taux d'emprunt qui ont fortement augmenté.

**F. P. :** *En 2022, vous avez lancé Epargne Pierre Europe. Pouvez-vous nous présenter cette SCPI ? Pourquoi avoir décidé de créer une SCPI investie à 100% hors de France ?*

**R. C. :** Epargne Pierre Europe a été lancée fin 2022, c'est donc une SCPI en cours de constitution. Au 30 septembre 2023, la capitalisation de la SCPI était légèrement supérieure à 50M€, le portefeuille comprenait sept actifs acquis aux Pays-Bas et en Espagne.

Nous avons décidé de créer cette SCPI et d'investir hors de France afin de profiter d'une fiscalité un peu plus douce, avec notamment l'exonération des prélèvements sociaux (17,2%).

**F. P. :** *Dans quelles villes européennes avez-vous investi et sur quels types de biens ?*

**R. C. :** A l'instar de notre SCPI historique Epargne Pierre, nous investissons de façon diversifiée dans des bureaux, des commerces, des bâtiments d'activité ou des entrepôts.

Pour être concret, je peux citer l'acquisition d'un commerce alimentaire à Barcelone loué à l'enseigne de supermarché Dia ou encore des bureaux achetés à Utrecht, la 4<sup>ème</sup> ville des Pays-Bas en terme de population.

**F. P. :** *La situation actuelle vous a-t-elle permis d'acquérir des biens avec une meilleure rentabilité ? Pouvez-vous nous donner des exemples ?*

**R. C. :** Nos acquisitions ont été réalisées sur un rendement moyen supérieur à 7%. A titre d'exemple, nous avons acheté un immeuble de bureaux dans la zone de Rotterdam/La Haye qui délivre un rendement de 7,14%.



ROMAIN BLACHON

**F. P. :** *La période actuelle est moins favorable à l'immobilier, accordez-vous toujours la même confiance aux SCPI ?*

**Teissedre & Associés :** Absolument. Avec des dividendes distribués de l'ordre de 4,5% l'an, les SCPI correspondent parfaitement à des épargnants dont l'objectif est de percevoir des revenus complémentaires. Elles sont également privilégiées par ceux qui souhaitent éviter tous soucis de gestion, et, dans certains cas, par des épargnants qui cherchent à bénéficier d'une fiscalité favorable sur les revenus perçus.

Comme tous les investissements immobiliers, il s'agit d'un placement de long terme. Les possibles variations à court terme du prix de parts ne constituent pas un élément essentiel sur dix ou quinze ans.

Les SCPI ont toute leur place dans un patrimoine, à condition de privilégier celles qui sont gérées par des sociétés spécialisées et expérimentées. →



## Miser sur les fonds obligataires datés

**Franck Pauly :** *Pouvez-vous nous expliquer ce qu'est un fonds obligataire daté ? Comment un tel fonds est-il géré ?*

**Hubert Mercier :** Un fonds obligataire daté est un fonds composé d'un certain nombre d'obligations dont on connaît dès le départ la date de maturité (date du remboursement), ainsi que le rendement associé. La plupart des fonds datés détiennent les obligations jusqu'à leur échéance. Cette gestion permet d'avoir une belle visibilité sur la performance à attendre du fonds puisque, hors cas de défauts (non-remboursement d'une entreprise), le rendement est quasiment connu.

Chez Keren Finance, nos fonds datés sont ouverts à la souscription pendant une période limitée. Durant cette phase, le fonds est progressivement investi suivant un portefeuille modèle qui a été constitué avant le lancement. A l'issue de cette période, le gérant va garder (porter) chacune des obligations jusqu'à son terme, tout en s'assurant quotidiennement de la bonne santé des entreprises dans lesquelles il aura investi.

**F. P. :** *Un mot sur la composition du portefeuille, un fonds daté à échéance fin 2027 comporte-t-il uniquement des lignes dont le terme se situe fin 2027 ?*

**H. M. :** Dans la construction de nos fonds datés, nous avons toujours souhaité avoir différentes dates d'échéances. Cela nous permet d'avoir accès à un plus grand nombre d'émetteurs, de disposer de portefeuilles bien équilibrés et d'avoir la possibilité de capter des opportunités tout au long de la vie du fonds.

Pour autant, naturellement la majorité des obligations arriveront à échéance l'année de la maturité du fonds. Ainsi, alors que le législateur laisse toujours un délai de plusieurs mois après la date d'échéance du fonds, dans Keren Recovery 2027, 89% des obligations seront remboursées entre 2026 et juillet 2028.



MICHEL LAMOUROUX ET CHAGUIR MANDJEE

**F. P. :** *A quoi correspond le taux actuariel ? Ce taux est-il garanti ? Est-ce un indicateur fiable du rendement futur ?*

**H. M. :** Il est utile de rappeler qu'une obligation est généralement émise à 100, qu'elle paye chaque année un intérêt à ses créanciers à un taux défini à l'avance et qu'elle rembourse l'intégralité de la somme « prêtée » à la date de maturité. Durant sa vie, son prix va fluctuer en fonction de la santé financière des entreprises, du contexte de taux, de la macroéconomie, etc... Le taux de rendement actuariel est composé du taux d'intérêt payé par l'entreprise émettrice de l'obligation et de l'actualisation du prix de l'obligation entre son prix d'achat et son remboursement à terme. Ce taux n'est pas garanti mais il est un indicateur prépondérant du rendement futur.

**F. P. :** *Quels sont les principaux paramètres qui peuvent faire varier le rendement du fonds par rapport au taux actuariel ?*

**H. M. :** Le principal risque obligataire concerne le défaut de l'émetteur (faillite ou restructuration). Fort heureusement, cela arrive très rarement. Entre 1990 et 2022, en Europe, le taux de défaut constaté pour les obligations à haut rendement a été de 1.60% seulement. De plus, à la différence d'une action, même en cas de défaut, une obligation ne vaut pas 0 car les créanciers sont toujours remboursés avant les actionnaires.

L'évolution des taux d'intérêts, le rendement auquel sont replacés les coupons encaissés et les remboursements anticipés d'obligations à haut rendement sont d'autres paramètres importants qui influenceront le rendement final du fonds.



HUBERT MERCIER

**F. P. :** *Existe-t-il des périodes plus favorables que d'autres pour investir sur ces fonds ?*

**H. M. :** Il y a effectivement quelques périodes qui sont particulièrement propices pour investir sur ce type de stratégies. Elles correspondent, en général, à des moments de stress intenses sur les marchés financiers ou bien à des changements radicaux de paradigmes sur les taux.

Au cours des quinze dernières années, les meilleures périodes pour lancer des fonds datés ont été 2008-2009 (crise financière), 2011-2012 (crise des dettes souveraines en Europe) et 2022-2023 à cause de la forte remontée des taux.

**F. P. :** *De nombreux fonds datés ont été créés au cours du second semestre 2022. Pour quelles raisons ? La période était-elle particulièrement favorable pour ce type de gestion ?*

**H. M. :** Durant le second semestre 2022, l'inflation a fortement grimpé, ce qui a poussé les banquiers centraux (FED, BCE, etc...) à monter les taux. Ce mouvement, d'une ampleur sans précédent, a brutalement fait chuter le prix des obligations car de nombreux porteurs ont cédé leurs obligations à faible rendement (inférieur à 1%) pour en acquérir d'autres de bonne qualité et offrant des rendements plus élevés.

En s'effondrant, les cotations ont mathématiquement fait remonter les rendements actuariels, on a retrouvé des niveaux de rendement que nous n'avions plus observés depuis 2011/2012. Ce contexte explique la création de nombreux fonds à échéances au cours du deuxième semestre 2022.

**F. P. :** *Mi-2022, vous avez lancé Keren Recovery 2027. Comment le fonds est-il construit ? Quels types d'émetteurs retenez-vous ? Combien de lignes avez-vous en portefeuille ?*

**H. M. :** L'opportunité de proposer un nouveau fonds daté nous est effectivement apparue l'été dernier. Etant donné que nous étions dans un contexte de hausse de taux et de forte inflation, nous avons choisi une maturité relativement courte (5 ans) et des obligations à haut rendement (High Yield). Après un travail approfondi d'analyse et de sélection, nous avons sélectionné une soixantaine d'émetteurs dans le portefeuille qui comporte 73 lignes.

**F. P. :** *Comment se passe l'année 2023 ? Les résultats sont-ils à la hauteur des attentes ? Quel est le dernier taux actuariel ?*

**H. M. :** Pour le moment, l'année 2023 se passe extrêmement bien. Depuis le début de l'année, le fonds affiche une progression de 6% (au 29/09), pour 140 M€ collectés.

Avec un rendement actuariel de 6,5% et un grand nombre d'obligations encore loin du pair (100, la valeur de rachat), Keren Recovery 2027 offre donc une belle visibilité en portage pour les années à venir.

Les fonds datés représentent toujours une excellente opportunité d'investissement, c'est pour cette raison que nous venons de lancer Keren 2029 !

**F. P. :** *Les fonds datés sont-ils incontournables dans un portefeuille ?*

**Teissedre & Associés :** Le krach obligataire de 2022 a fait chuter fortement la valeur des actifs de cette catégorie, permettant aux gérants de bénéficier de prix d'achat inespérés. La remontée des taux leur a donné des rendements auxquels ils n'étaient plus habitués. Pour tirer parti de cette situation exceptionnelle, à l'automne 2022, de nombreuses sociétés de gestion ont lancé leur fonds daté. Proposant alors des rendements actuariels supérieurs à 7%, ces fonds constituaient une réelle opportunité d'investissement sur un horizon assez court (de trois à six ans).

Ces fonds ont depuis progressé en moyenne de 10% en un an, confirmant ainsi leur réel intérêt. En ce qui nous concerne, nous n'avons pas attendu 2022 pour utiliser massivement les fonds datés, cette classe d'actifs est la plus utilisée au cabinet après les actifs en euros et les SCPI. ■