



Éditorial

▼ Un monde nouveau ? Un monde différent pour le moins. ▲

Lors de notre précédent éditorial nous évoquions combien la période sous revue était sans précédent dans l'histoire financière avec la persistance de taux d'intérêt nuls voire négatifs.

La crise sanitaire apparue au début de cette année et malheureusement toujours en cours n'a fait qu'accroître cette situation.

Si les politiques monétaires accommodantes avaient été rendues nécessaires, rappelons-le, par la crise financière de 2008, le drame sanitaire et ses conséquences sociales et financières ont rendu l'intervention des Banques Centrales cruciale. Ceci s'est traduit par des actions directes sur les marchés monétaires et obligataires pour pallier les risques d'illiquidité et de faillite des entreprises.

Les gouvernements ont aussi considéré qu'une page devait être tournée et écrite. L'orthodoxie budgétaire ne pouvait plus être de mise, des plans de relance massifs au prix de déficits abyssaux sont devenus la règle. Injecter des milliards dans les économies en agissant tant sur l'offre que sur la demande devenait crucial.

Les entreprises n'ont pas été en reste et ont fait preuve d'imagination pour maintenir l'activité en adaptant leur organisation à la crise. Hélas, certains pans entiers de l'économie sont restés en peine, voire à l'arrêt.

Le questionnement sur la déconnexion entre les marchés financiers et tout particulièrement les marchés actions, avec l'état des économies depuis la Covid est devenu plus pertinent.

Nous pensons toutefois pour notre part, et les articles suivants rédigés par Nicolas Brault et Jean-Philippe Mollet nous le montreront, que l'excès de liquidités est le principal paramètre justifiant l'évolution des marchés actions.

Nous sommes probablement en « Terra Incognita » : l'inflation est morte mais certains actifs atteignent des prix inégalés, accentuant ainsi les inégalités.

Les politiques monétaires et budgétaires n'ont pas fini d'être accommodantes, rendant les placements actions attrayants, s'ils sont sélectifs.

Cette conjonction nous a néanmoins conduits à rester investis durant cette période mais aussi à plus long terme.

Certains évoquent un monde nouveau, nous n'avons pas la réponse mais nous sommes persuadés que tous les acteurs publics et privés investissent et investiront différemment dans le futur.

Nous vous espérons en bonne santé et vous remercions de votre confiance. Nous sommes à votre disposition pour évoquer ensemble la composition de vos portefeuilles et la stratégie patrimoniale adaptée à votre situation personnelle et au contexte actuel.

SOMMAIRE :

| | |
|---|-------|
| • CHRONIQUE BOURSIÈRE : FAIRE LE TRI DANS LA CONFUSION | P 2 |
| • RELOCALISATION : UNE OPPORTUNITÉ POUR LES VALEURS MOYENNES | P 2/3 |
| • LE DILEMME DES DIVIDENDES | P 3 |
| • ÉVOLUTION OPC / CHIFFRES CLÉS | P 3 |
| • LE « MINI » ABUS DE DROIT FISCAL : UN NOUVEL OUTIL AUX CONTOURS À DÉFINIR | P 4 |
| • PEA, LES DERNIÈRES MODIFICATIONS | P 4 |
| • LE RENDENT ENCORE PLUS ATTRACTIF ET ACCESSIBLE | P 4 |

Jacqueline ELI-NAMER
Président Directeur Général,
16 septembre 2020

CHRONIQUE BOURSIÈRE : FAIRE LE TRI DANS LA CONFUSION

En dépit du désordre ambiant, les indices actions se remettent progressivement du choc – aussi violent que bref – de février-mars. La dichotomie entre la sphère économique réelle et la sphère financière suscite une perplexité légitime. **Est-ce une contradiction appelée à se corriger tôt ou tard dans la douleur ? Ou bien le monde réel est-il en retard dans la récupération et la bourse en avance car elle se projette sur 2021-2022 ?** Nous avouons avoir du mal à trancher. Mais nous avons pris le parti, dans cette crise d'origine sanitaire, d'être « préoccupés mais investis » plutôt que d'être en dehors du marché. En s'attachant à être sélectifs et disciplinés.

Finalement, la bourse se comporte comme un patient qui a subi un traumatisme dont il va se remettre progressivement. À la différence que les marchés vont vite, plus vite que le monde réel, pour s'ajuster aux chocs et contre-chocs économiques. Dans cette confusion, un élément nous réconforte : **les entreprises s'adaptent par nature, pour certaines à une vitesse qui nous impressionne.** Elles s'adaptent toujours, de gré ou de force, avec plus ou moins de succès.

La raison principale de la récupération boursière tient à la rapidité et à l'ampleur de la réaction des gouvernements et des banques centrales. Une réponse inédite face à un choc qui l'est tout autant. **Les outils monétaires et budgétaires ont été activés partout sur la planète pour contrer les forces déflationnistes et stimuler la reprise.** En dépit d'incertitudes persistantes, les investisseurs peuvent compter sur le pilote dans l'avion. Les banques centrales, FED et BCE en tête, veillent. Les gouvernements sont en soutien.

Une observation nous frappe depuis le déclenchement de cette crise : c'est à quel point la « ligne de partage des eaux » a pu bouger. Entre pays, secteurs et entreprises très affaiblis par le choc et ceux qui vont sortir plus forts. Cette analyse n'a cessé de guider notre philosophie d'investissement depuis fin 2018, période qui avait vu émerger des anticipations de récession aux États-Unis. **La solidité des bilans, la capacité à s'autofinancer par la génération de cash sans dépendre du banquier ou de l'État, nous paraissent être des facteurs clés de stabilité, de lucidité des dirigeants et de manœuvrabilité.** Ce dernier point est important tant, après la crise, vient le temps de repartir à l'offensive. Nous pensons aussi que le monde post-Covid se concentre durablement sur des besoins vitaux : santé, technologie, sécurité, transition énergétique, confort de la maison, sport et nature ... Un retour aux fondamentaux en somme. Nous résistons toutefois à qualifier ce monde de meilleur tant les inégalités se creusent. **La Covid a été un accélérateur de fractures,** entre ceux qui s'adaptent et les autres. C'est pour cette raison que les questions sociales doivent faire l'objet d'une grande vigilance.

S'agissant des marchés actions, derrière le calme apparent cet été des grands indices européens, qui ont fait du sur-place, se cache une polarisation accrue des performances boursières. Wall Street, portée par la technologie, brille. L'Europe et la France récupèrent par étapes. La dichotomie s'opère de façon éclatante entre valeurs, à l'image des signaux envoyés par l'économie. Au niveau de notre sélection de valeurs au sein des portefeuilles, nous persistons à éviter ce qui peut paraître pas cher pour nous concentrer sur les acteurs forts. Ceux susceptibles de se rapprocher en 2021 des niveaux de rentabilité de 2019. C'est pour cette raison d'abord que nous préférons rester vigilants mais investis.

RELOCALISATION : UNE OPPORTUNITÉ POUR LES VALEURS MOYENNES

Le sujet fait beaucoup de bruit depuis le déconfinement et le varcarme pourrait devenir assourdissant à l'automne si les restructurations se succèdent dans l'industrie hexagonale. Le coup de projecteur sur la dépendance française à certains pays a mis le thème de la relocalisation industrielle en haut des préoccupations des dirigeants politiques. **Il reste bien sûr à agir sur le fond en réussissant à entraîner le monde de l'entreprise** qui ne semble pas toujours pressé, notamment en France. Les entreprises sont en effet conscientes des freins. La meilleure relocalisation, c'est de ne pas localiser à l'étranger les produits pour les nouveaux marchés. Et il y a plusieurs types de relocalisation : certaines peuvent être rapides quand on change de fournisseur si l'offre française est existante ; d'autres sont plus longues, plus chères et beaucoup plus compliquées. Sans oublier que souvent les Chinois sont des fournisseurs extrêmement compétitifs, fiables et efficaces y compris sur la chaîne logistique. Les experts travaillent et identifient quatre secteurs potentiellement concernés : santé / pharmacie, agroalimentaire, électronique et industrie manufacturière.

Cette thématique de la relocalisation a une résonance chez tous nos voisins européens et elle est même un cheval de bataille aux États-Unis. Comme souvent, **il est d'ailleurs vraisemblable que c'est outre-Atlantique qu'elle va d'abord se concrétiser.** L'Amérique a depuis une décennie regagné en compétitivité, s'ajoute à cela le conflit commercial avec la Chine, omniprésent. La crise sanitaire vient comme un accélérateur d'un mouvement ancien de dé-globalisation.

Vers un mouvement structurellement favorable aux petites et moyennes valeurs ?

Certains, aux États-Unis, estiment que le « re-onshoring » va devenir un thème d'investissement clé susceptible de constituer un changement tectonique pour le segment boursier des « small caps ». La Covid-19 aurait engendré des perturbations chez 80 % des secteurs globaux ; les ¼ de ces acteurs réfléchissent à leurs chaînes d'approvisionnement et envisageraient des plans de rapatriement. Il se trouve que **les valeurs moyennes ont historiquement une corrélation importante avec le cycle des investissements industriels.** Les chiffres dont on parle sont spectaculaires : 1 000 milliards de dollars étalés sur une période de cinq ans. Un coût très important mais sans doute pas prohibitif pour un pays comme les États-Unis.

Car ne nous y trompons pas, relocaliser signifie d'abord **plus de coûts** : salariaux, environnementaux, réglementaires. Aussi quelques économies (tarifaires, coûts de transport, moindres risques) **et des créations d'emplois.**

Une opportunité pour nos fonds de valeurs moyennes

Notre équipe de gestion est en alerte sur cette thématique de relocalisation qui porte les germes de vents favorables potentiellement pour le reste de la décennie. À date, les bonnes performances de nos fonds ne s'expliquent pas par cette idée émergente.

Oudart MidCap Europe et Oudart Opportunités France affichent des performances 2020 largement en avance sur leurs indices de référence (de plus de 10 %). **Le différentiel favorable tient à des choix tranchés.** Nous avons en effet été très **disciplinés** pour ne retenir que des sociétés à bilan sain, capables de s'autofinancer grâce à une génération de cash-flow et donc de traverser la crise puis de repartir à l'offensive. Ensuite nous sommes très exposés à quelques thèmes portés par la Covid-19 : **la santé** autour de Sartorius, Biomérieux, GN Stores Nord, Christian Hansen, Eurofins ; **la technologie** avec Esker, Worldline, Téléperformance, ASMI, Dassault Systèmes ; **la transition énergétique** avec Tomra, EDPR, Neoen, Kingspan. Dans la plupart des cas, la crise sanitaire a constitué un accélérateur de croissance pour ces histoires de qualité.

Nous allons donc être très attentifs aux signes de relocalisation, dès lors qu'ils passeront du discours politique aux actes, lesquels dépendent essentiellement des entreprises. Car comme tout changement économique, ou avec le thème de la transition climatique et du développement durable, c'est par les entreprises agiles et réactives qu'ils s'imposeront et transformeront la société. Mid and small is beautiful.



Nicolas BRAULT
Directeur Général Délégué

LE DILEMME DES DIVIDENDES

Dès son déclenchement, **la crise de la Covid-19 nous est apparue comme un « stress-test »** majeur de la solidité financière des entreprises. Le besoin fondamental de protéger les bilans et de sécuriser les liquidités a été la priorité numéro 1 des dirigeants au vu de l'extrême incertitude des perspectives d'activité. Pour certains, il s'agit d'une question de survie. Le « retour aux actionnaires » sous forme de dividendes en a été particulièrement affecté et 2020 restera comme l'une des pires années en termes de distribution des profits. Dans le cas de l'Europe, **plus de la moitié des groupes cotés ont réduit leurs dividendes cette année** ; parmi ceux-là, les deux tiers les ont purement et simplement supprimés, à l'image des banques ou des assureurs à la demande des régulateurs. Même dans la catégorie des « dividend aristocrats » ou des vaches à lait, entreprises adeptes d'un taux de distribution élevé car moins cycliques et au bilan solide, une proportion significative d'acteurs ont dû se résoudre à couper le dividende 2020, par contrainte ou par bon sens. Finalement, les entreprises ayant maintenu la distribution aux mêmes montants qu'en 2019 apparaissent comme de très bons élèves : c'est par exemple le cas de L'Oréal. Air Liquide et Nestlé décrochent comme souvent le tableau d'honneur en affichant une progression.



Jean-Philippe MOLLET
Directeur

Nous nous méfions de longue date des rendements élevés qui souvent masquent une fragilité des business-models et une forte cyclicité et qui induisent un risque sur la capacité à servir des dividendes pérennes. Les actionnaires de groupes de télécom ou producteurs d'énergie en savent quelque chose. **Nous préférons les histoires de croissance régulière, au bilan solide au travers des cycles, capables d'assurer un dividende en croissance année après année** tout en continuant à investir dans les projets de développement.

Autrement dit, un rendement du dividende trop élevé cache trop souvent un risque de remise en question inéluctable.

Nous ne voyons guère de raison de modifier cette approche en dépit du caractère inédit et exceptionnel de cette année 2020. **Il va sans doute falloir beaucoup de temps à certains pour retrouver le niveau nominal servi en 2019 à leurs actionnaires.**

ÉVOLUTION DES OPC / CHIFFRES CLÉS

| | ÉVOLUTION DES OPC | | Performance 2020 | Indice de référence 2020 |
|--------------------------------|-------------------|------------|------------------|--------------------------|
| | Cours au | | | |
| | 31/08/2020 | 31/12/2019 | | |
| OBLIGATIONS ZONE € | | | | |
| oudart COURT TERME | 104,32 | 104,78 | -0,44% | - |
| oudart OBLIG C | 141,47 | 141,08 | +0,28% | +0,54% |
| ACTIONS FRANCAISES | | | | |
| oudart ACTIONS FRANCAISES | 327,98 | 365,98 | -10,38% | -15,51% |
| oudart OPPORTUNITÉS FRANCE | 588,22 | 589,13 | -0,15% | -12,26% |
| ACTIONS INTERNATIONALES | | | | |
| oudart MULTIGESTION | 185,02 | 183,83 | +0,65% | -1,13% |
| ACTIONS EUROPÉENNES | | | | |
| oudart EUROPE | 298,98 | 320,21 | -6,63% | -6,00% |
| oudart MIDCAP EUROPE | 194,29 | 183,19 | +6,06% | -8,30% |
| FONDS ACTIONS | | | | |
| oudart INVESTISSEMENT | 192,13 | 200,35 | -4,10% | -8,60% |

| | CHANGE | |
|-------------|---------------------|------------------|
| | Cours au 31/08/2020 | Performance 2020 |
| DOLLAR/EURO | 1,1936 | -6,06% |

| | Performance 2020 |
|--------------------------|------------------|
| CAC 40 | -16,08% |
| CAC Mid 60 | -12,26% |
| STOXX EUROPE EX UK LARGE | -6,00% |
| NIKKEI 225 | -4,67% |
| FTSE 100 INDEX | -23,22% |
| DOW JONES INDUS. | -5,31% |
| NASDAQ COMPOSITE | +31,11% |

LE « MINI » ABUS DE DROIT FISCAL : UN NOUVEL OUTIL AUX CONTOURS À DÉFINIR

L'Administration fiscale dispose d'une nouvelle mesure pour remettre en cause des opérations patrimoniales poursuivant **un objectif principalement fiscal** et réalisées à compter du 1^{er} janvier 2020.

Ce nouvel abus de droit fiscal, codifié à l'article L64 A du Livre des Procédures Fiscales et qui coexiste avec l'ancien, suscite de nombreuses interrogations, portant notamment sur l'appréciation du caractère principal de la motivation fiscale d'une opération patrimoniale, par rapport aux autres objectifs poursuivis, qu'ils soient économiques, patrimoniaux ou professionnels.

L'Administration fiscale s'est montrée **rassurante** dans ses commentaires publiés le 31 janvier 2020. Elle a notamment exclu de ce dispositif un certain nombre d'opérations patrimoniales courantes, comme la donation avec réserve d'usufruit, dès lors qu'elle n'est pas fictive, ou encore indiqué que l'utilisation d'une incitation fiscale prévue par le législateur n'est bien sûr pas sanctionnée en elle-même, dès lors que l'opération envisagée ne va pas à l'encontre de l'objet ou de la finalité du droit applicable.

Contrairement à l'abus de droit classique, la sanction applicable n'est ni automatique ni spécifique (pas de pénalité de 80 %). En revanche, les pénalités de droit commun sont applicables.

Les premiers redressements fiscaux, prévus au cours de l'année 2021, sont donc attendus avec inquiétude, afin d'aider à apprécier les contours de ce nouveau « mini » abus de droit fiscal, tel qu'il est nommé par les praticiens. En attendant, la prudence est de mise ! Nous sommes à votre disposition pour réfléchir avec vous sur vos projets patrimoniaux.



Blanche de LABARRE
Conseiller Patrimonial



Marie de MONTS
Conseiller Patrimonial

PEA, LES DERNIÈRES MODIFICATIONS LE RENDENT ENCORE PLUS ATTRACTIF ET ACCESSIBLE

Depuis 2019, la loi PACTE a modifié les règles de fonctionnement du PEA, rendant sa place quasiment incontournable dans la bonne constitution d'un patrimoine financier.

• Montant des versements

Deux types de plans continuent de coexister : le PEA « classique » dont le plafond des versements reste fixé à 150 000 euros et le PEA « PME-ETI » dont le plafond des versements peut atteindre 225 000 euros (le plafond était de 75 000 euros auparavant) : chaque contribuable peut détenir à la fois un PEA « classique » et un PEA « PME-ETI », le cumul des versements effectués sur les deux plans ne peut toutefois excéder 225 000 euros.

• PEA « Jeune »

Notons également, nouveauté de la loi PACTE, qu'une personne physique majeure âgée de 18 à 25 ans, rattachée au foyer fiscal de ses parents, peut ouvrir un PEA « classique », dont les versements sont limités à 20 000 euros jusqu'à la fin du rattachement.

Une occasion de « prendre date ».

• Ficalité des retraits

Les assouplissements apportés au PEA concernent également le régime applicable en cas de retraits partiels avant ou après 5 ans de fonctionnement.

Pour apprécier la durée du PEA, la date d'ouverture du plan s'entend de la date du premier versement.

Les retraits avant cinq ans entraînent la clôture du plan (sauf exception pour décès, invalidité, retraite, licenciement) et l'imposition du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan au prélèvement forfaitaire unique de 30 % (prélèvement sociaux compris).

Les retraits ou rachats partiels après cinq ans sont totalement exonérés d'impôt sur le revenu et n'entraînent pas la clôture du plan (auparavant le délai était de huit ans). Seuls les prélèvements sociaux au taux de 17.2 % sont dus. Le PEA continue de fonctionner en franchise d'impôt sur le revenu. Le titulaire conserve par ailleurs la possibilité d'effectuer de nouveaux versements, à condition que le plafond des versements n'ait pas déjà été atteint.



10 A, rue de la Paix 75002 PARIS
Tél. : (0)1 42 86 25 00
Fax : (0)1 42 86 25 25

8 rue du Château Trompette
33000 BORDEAUX
Tél. : (0)5 57 81 80 00
Fax : (0)5 56 44 95 59

Mail : oudart@oudart.com
Site : www.oudart.com