

NUMÉRO 40

— DÉCEMBRE 2019

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr



SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
10 Points macro et marchés
11 Vues des actifs

14 Nos vues tactiques et stratégiques
15 Pour aller plus loin

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les informations communiquées dans ce document ne sauraient représenter aucune forme de conseil en investissement, ni obligation de souscription ultérieure. L'investissement en unités de compte présente un risque de perte en capital.

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Décembre 2019



2019, une année « chamboule-tout »

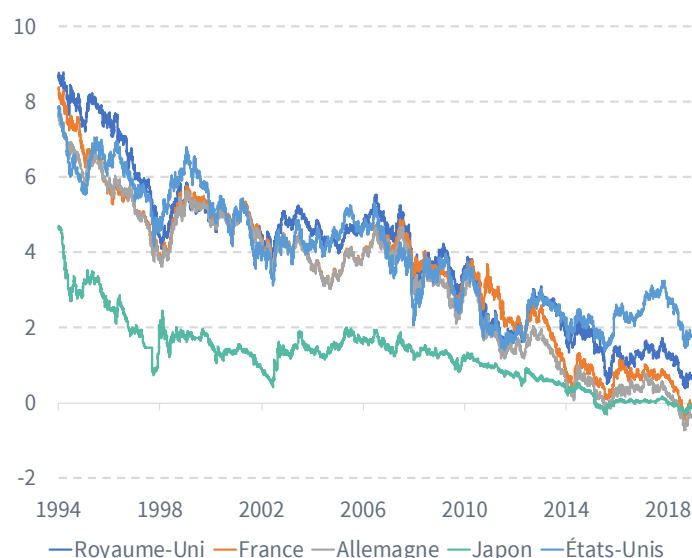
Chausse-trappe, contre-pied, instabilité... en 2019, rien n'a été épargné aux investisseurs. Il leur a fallu évoluer dans un contexte d'endettement mondial au plus haut, de commerce international pris en otage par les deux plus grandes puissances au monde, de bénéfices d'entreprises souvent en repli, de révoltes sociales fréquentes... Et pourtant l'année aura été un très bon cru boursier pour l'ensemble des classes d'actifs ! Comment interpréter ce paradoxe, et quelles réflexions peut-on éventuellement en dégager pour l'an prochain ou au-delà ?

Le chaos, oui ... !

En 2019, ce sont tout d'abord les fondamentaux économiques et financiers qu'il a fallu intégralement reconsidérer, les taux d'intérêts devenant NÉGATIFS pour de nombreux États, et même pour quelques entreprises. Cette rupture historique est considérable : l'endettement contracté par certains débiteurs n'est ainsi plus sanctionné par un intérêt à verser, mais il est au contraire récompensé en ne remboursant désormais même plus l'intégralité du capital emprunté ! Par effet de miroir, les épargnants, les banquiers, les assureurs, pour ne citer qu'eux, ayant jusqu'alors l'habitude de

s'appuyer sur les obligations afin de sécuriser leur capital placé, bonifié de coupons réguliers, ont été incités à chercher des supports d'investissements alternatifs, plus risqués ou moins liquides.

Rendement en % des obligations
souveraines à 10 ans



Sources : Bloomberg, WeSave

À ce premier paradoxe conceptuel majeur s'en est ajouté un second, concomitant, et tout aussi déstabilisant : la compensation financière couvrant habituellement les risques associés au temps qui



passé a été remise en cause. Normalement, plus une échéance est éloignée, plus la probabilité que survienne un événement imprévu est élevée, ce risque additionnel étant compensé par un surcroît de rendement financier. En 2019, les investisseurs ont été provisoirement confrontés à des « courbes de taux inversées », autrement dit, le taux d'intérêt pour des échéances éloignées était parfois inférieur à celui des échéances rapprochées. Cette situation, qui se produit en de rares occasions sur les marchés, est généralement le présage d'une récession économique imminente, les faibles taux d'intérêts des échéances éloignées reflétant alors l'anticipation de politiques monétaires accommodantes à venir.

Différence de rendement entre les obligations américaines à 10 ans et à 2 ans



Sources : Bloomberg, WeSave

À cette double singularité s'en est ajoutée une troisième, tout aussi problématique : comment valoriser désormais une entreprise ? En effet, lorsque l'on veut donner une valeur à une société, on procède de la façon suivante : on prend des hypothèses quant à ses flux d'activité futurs (généralement synthétisés sous forme de dividendes à verser aux actionnaires) et, par un calcul d'actualisation financière, on ramène ces valeurs futures à la date d'aujourd'hui. Mais, pour ce faire, il faut utiliser un taux d'intérêt qui, plus il est bas, plus il accroît la valorisation de ces

flux et cela, au mépris d'un contexte se dégradant et incitant au contraire à la prudence ! Pas étonnant alors, avec des taux devenant même négatifs, que bien des investisseurs soient aujourd'hui plongés dans le doute le plus profond quant à la fiabilité à accorder à leurs modèles de valorisations, et donc aux allocations d'actifs à adopter. L'importante dispersion des performances en 2019 entre les diverses sociétés de gestion fait logiquement l'écho de toutes ces bizarreries théoriques.

... mais pas le K.O. !

Au-delà de ces difficultés « académiques », faire la liste des risques ou des incertitudes fondamentales menaçants est un véritable inventaire à la Prévert : dette mondiale record (255 000 Mds \$, soit 320% du PIB), commerce international comprimé (progression de +1,5% en volume, mais contraction de -1,7% en valeur), situations intérieures en Espagne et en Italie, site pétrolier majeur attaqué en Arabie Saoudite, nouveau renforcement des sanctions contre l'Iran, révoltes sociales multiples, Brexit, procédure de destitution à l'encontre de D.Trump... Pourtant, les diverses classes d'actifs ont affiché de très bonnes performances cette année ! Comment expliquer ce paradoxe ?

L'endettement contracté par certains débiteurs n'est ainsi plus sanctionné par un intérêt à verser, mais il est au contraire récompensé en ne remboursant désormais même plus l'intégralité du capital emprunté !

La première explication est que 2018 avait été une année boursière catastrophique pour toutes les classes d'actifs. Il y a donc une forme de compensation entre les performances de 2019 et



celles de 2018. Pour se faire une représentation plus juste de la réalité, il est intéressant de cumuler ces deux exercices, car on retrouve alors des performances un peu plus en conformité avec des rendements historiques.

Performances dividendes réinvestis en devises locales

	2018	2019	2018 - 2019
S&P 500 (États-Unis)	-4,39%	28,74%	22,03%
NASDAQ 100 (États-Unis)	-0,68%	35,07%	34,15%
STOXX 600 (Europe)	-10,65%	25,59%	12,22%
CAC 40 (France)	-9,15%	30,16%	18,26%
DAX 30 (Allemagne)	-18,26%	25,36%	2,47%
MIB (Italie)	-13,65%	32,38%	14,32%
FTSE 100 (Royaume-Uni)	-8,70%	13,96%	4,05%
MSCI (émergents)	-14,56%	10,88%	-5,27%
NIKKEI 225 (Japon)	-10,30%	18,73%	6,49%
SHENZHEN 300 (Chine)	-23,64%	30,07%	-0,68%

Sources: Bloomberg, WeSave

La seconde et principale explication des bonnes performances boursières de 2019 tient à l'inflexion résolument accommodante des politiques monétaires dans le monde. Prenant acte de la dégradation du contexte économique et géopolitique international, la plupart des banquiers centraux ont abaissé leurs taux d'intérêts, et même parfois relancé des « quantitative easings ». Bien que chaque banque centrale agisse indépendamment, leur démarche a

été en définitive convergente : d'importantes liquidités ont été injectées en soutien de l'économie et des marchés financiers. La crainte majeure des banquiers centraux est que, ayant délibérément incité les agents économiques à s'endetter durant les dernières années, un ralentissement économique pourrait provoquer des défauts de remboursements, voire des cas d'insolvabilité, et qu'une crise financière majeure s'enclencherait éventuellement. Préférant alors surréagir en amont de tout tassement conjoncturel, les banquiers centraux sont désormais tributaires des statistiques économiques (« data dépendants »), contraints à être pro-actifs, et l'inflation, au demeurant toujours étonnamment faible actuellement, passe alors au second plan de leurs priorités. Au vu des anticipations de croissance économique mondiale pour l'an prochain (+3,1% selon le consensus, tout comme en 2019), les politiques monétaires devraient conserver leur biais accommodant, même si une pause pourrait s'imposer début 2020. Se posent en revanche les questions de l'étendue des instruments monétaires encore disponibles en cas de nécessité, ainsi que de leur efficacité résiduelle sur l'économie réelle. En effet, des taux d'intérêts déjà extrêmement bas et pourtant abaissés durant l'année n'ont pas empêché le recul de la croissance économique en 2019. Les taux d'intérêts bas sont nécessaires, mais ils ne sont pas suffisants !

“ La crainte majeure des banquiers centraux est que, ayant délibérément incité les agents économiques à s'endetter durant les dernières années, un ralentissement économique pourrait provoquer des défauts de remboursements, voire des cas d'insolvabilité, et qu'une crise financière majeure s'enclencherait éventuellement. ”



	PIB (%)			Inflation (%)			Budget (%)			Dettes Souveraines		
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	(Mds \$)	Dettes / PIB	due à 1 an
Monde	3,7	3,2	3,3	3,3	3,0	3,0						
Pays développés	2,3	1,7	1,6	2,3	1,8	1,9	-2,3	-2,5	-2,6			
Principaux pays émergents (BRICS)	5,7	5,3	5,4	2,6	2,9	2,8	-3,8	-4,2	-4,0			
Zone Euro	1,9	1,4	1,4	1,9	1,5	1,6	-0,8	-1,0	-1,1			
Afrique du Sud	0,7	0,6	1,5	4,6	4,4	5,0	-4,0	-5,1	-5,3	180,4	53%	17%
Allemagne	1,5	0,6	1,0	1,9	1,5	1,5	1,6	1,0	0,5	1 835,5	64%	17%
Brésil	1,2	0,9	2,2	3,7	3,8	3,9	-7,1	-6,3	-5,7	1 029,4	84%	15%
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	2,4	2,3	-4,1	-4,5	-4,4	4 324,3	48%	15%
États-Unis	2,9	2,3	1,8	2,4	1,8	2,0	-4,1	-4,4	-4,7	16 180,0	82%	28%
France	1,5	1,3	1,3	2,1	1,3	1,4	-2,7	-3,2	-2,5	2 307,0	97%	14%
Grande-Bretagne	1,4	1,3	1,2	2,5	1,9	2,0	-1,5	-1,5	-1,6	1 968,1	87%	13%
Inde	7,4	6,7	6,9	4,1	3,8	3,7	-3,6	-3,4	-3,4	983,9	70%	14%
Italie	0,8	0,1	0,5	1,2	0,8	1,0	-2,0	-2,5	-2,9	2 258,1	132%	16%
Japon	0,7	1,0	0,4	1,0	0,7	1,0	-3,8	-3,5	-3,0	10 115,9	236%	19%
Russie	1,8	1,2	1,7	2,9	4,8	4,0	2,3	2,0	1,4	209,2	17%	16%

Donnée qui se détériore légende : e = estimé

Sources: FMI, OCDE, Eurostat, WeSave

Les effets bienfaisants des politiques monétaires accommodantes sur l'économie réelle s'essouffant, c'est désormais du côté des politiques budgétaires que les espoirs des investisseurs se reportent généralement. Contrairement aux banques centrales, les États peuvent en effet prendre des décisions d'investissements ayant des effets concrets et immédiats sur la croissance, sur l'emploi... Toutefois, au-delà des évidentes objections dues à l'ampleur des endettements déjà contractés par la plupart des États, les détracteurs de ces politiques interventionnistes font valoir qu'il y a alors surtout substitution de la sphère publique au secteur privé, et que la stimulation économique additionnelle serait finalement marginale. En 2019, la faiblesse de l'investissement des entreprises du secteur privé ne pouvant s'expliquer par des conditions financières difficiles, la raison en est alors soit l'absence de projets intéressants, soit faute de main d'œuvre qualifiée, soit enfin par manque de confiance du fait d'un environnement géopolitique trop perturbant. Pour ce qui est de la main d'œuvre qualifiée, il faut du temps pour la former, ou bien avoir une politique migratoire très incitative, ce qui n'est généralement pas dans l'air du temps... Le privé et le

public se disputent donc effectivement une ressource relativement « rare » ! Pour ce qui est de la confiance, elle ne se décrète pas, c'est pourquoi des initiatives d'investissement par les États seraient les bienvenues pour entretenir la croissance, en attendant que la confiance se rétablisse.

“ En 2019, la faiblesse de l'investissement des entreprises du secteur privé ne pouvant s'expliquer par des conditions financières difficiles, la raison en est alors soit l'absence de projets intéressants, soit faute de main d'œuvre qualifiée, soit enfin par manque de confiance du fait d'un environnement géopolitique trop perturbant. ”

La défense, la justice, l'éducation, la santé, la transition énergétique, les interconnexions aériennes, autoroutières ou électriques, la téléphonie 5G... autant de défis majeurs ou de projets d'investissements



de très long terme que la sphère publique devrait promouvoir. Certains verront peut-être le jour, mais ce sera long, et d'autant plus difficile qu'il faudra souvent trouver des agréments transfrontaliers pour pouvoir les mettre en œuvre. Les difficultés rencontrées par exemple dans l'exécution du plan européen d'investissement « Juncker » démontrent que mobiliser des capitaux ne suffit pas. Il convient d'identifier le bon projet après avoir écarté d'éventuels investissements alternatifs, trouver les prestataires qui assureront dans de bonnes conditions et sur la durée le déploiement de chaque investissement retenu, s'assurer que le cadre réglementaire et fiscal soit propice... Il ne faut donc pas surestimer les potentiels soutiens à venir de la croissance économique issus des politiques budgétaires. De plus, pourquoi les États s'empresseraient-ils de soutenir la croissance, au risque de détériorer leurs balances extérieures, alors même que la consommation nationale est généralement solide et que la faiblesse de l'investissement s'explique souvent par des problèmes internationaux sur lesquels ils n'ont pas de prise ? Enfin, il est probablement judicieux de garder des réserves d'intervention au cas où le Brexit ou les tensions commerciales déraperaient, la coopération n'étant pas le point fort entre les États actuellement !

“ **L'immobilier « papier », les placements dans des sociétés non cotées en bourse (i.e. le « Private Equity »), les actions cotées à forte visibilité d'activité et versant des dividendes récurrents... autant de solutions de repli exploitables.** ”

À l'évidence, les politiques monétaires et budgétaires resteront des amortisseurs actifs de ce cycle très atypique, mais qui s'essouffle indiscutablement. Les États, tout comme les banquiers centraux, pourraient commettre ponctuellement des erreurs de jugement,

mais leur intérêt commun consistant à retarder ou à atténuer le tassement économique devrait plutôt limiter la probabilité ou l'imminence de décrochages « macro-économiques ». L'éventuel retour de l'inflation est peut-être l'une des menaces qui mériterait plus de considération puisque, dans cette hypothèse, les actuelles anticipations des banques centrales seraient prises à revers, limitant d'autant les marges de manœuvre des États, ceci du fait du probable renchérissement du coût de l'emprunt qui en découlerait !

■ Les entreprises... maillon faible désormais ?

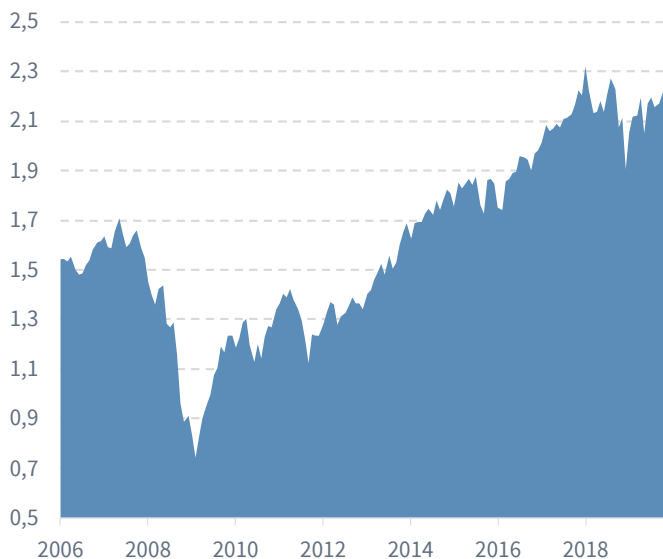
Les taux d'intérêts de beaucoup d'obligations souveraines étant négatifs ou nuls, les épargnants désireux de bénéficier encore de rendements réguliers ont été contraints de chercher des supports d'investissements alternatifs. L'immobilier « papier », les placements dans des sociétés non cotées en bourse (i.e. le « Private Equity »), les actions cotées à forte visibilité d'activité et versant des dividendes récurrents... autant de solutions de repli exploitables. L'immobilier pouvant avoir son propre cycle spécifique (démographie, etc.), nous l'écartons de cette analyse pour nous intéresser en revanche aux actions cotées ou non cotées.

Revenons tout d'abord sur la problématique de valorisation des entreprises ! Ainsi que nous l'avons vu précédemment, le calcul est rendu complexe aujourd'hui par l'extrême faiblesse des taux d'intérêts. Mieux vaut plutôt alors s'intéresser au multiple de chiffre d'affaires, c'est-à-dire au rapport entre la capitalisation boursière d'un indice d'actions et le chiffre d'affaires cumulé des sociétés le composant. Cet indicateur présente en effet l'avantage de ne pas recourir aux taux d'intérêts pour son calcul. À l'évidence, selon ce ratio, les investisseurs valorisent aujourd'hui très chèrement des perspectives d'activité pourtant moroses, son niveau étant par exemple bien supérieur



à celui prévalant avant la crise des « subprimes » pour l'indice américain S&P 500. Par ailleurs, les marchés sont supposés valoriser les espoirs de croissance à venir des bénéfices, alors même que depuis un an ceux-ci stagnent ou régressent, et que la conjoncture attendue l'an prochain ne devrait pas permettre une amélioration sensible de la profitabilité des entreprises, notamment pour celles ayant vu leur « pricing power » se dégrader vis-à-vis de leurs clients ou fournisseurs.

Ratio capitalisation boursière rapportée au chiffre d'affaires des entreprises de l'indice américain S&P500

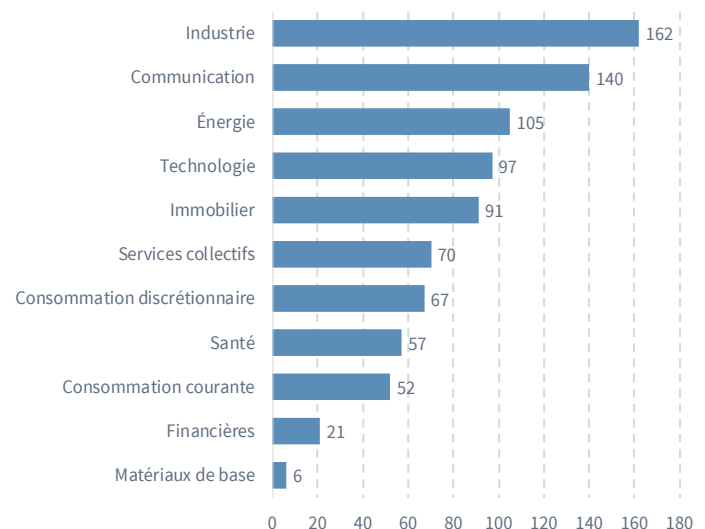


Sources : Bloomberg, WeSave

Le cycle économique étant de plus en plus mature, l'heure de vérité approche probablement désormais pour bien des entreprises survivant depuis plusieurs années grâce aux politiques monétaires extrêmement accommodantes des banques centrales. Afin d'éviter de voir leurs Bilans asphyxiés par des prêts non performants, les banques sont incitées aujourd'hui à « nettoyer » leurs portefeuilles de clients. Qu'une société comme Thomas Cook se retrouve en faillite pour « seulement » 1,9 Mds € de dettes à renégocier prouve que la faiblesse des taux d'intérêts ne suffit plus à obtenir un rééchelonnement additionnel de son échéancier et que les entreprises « zombies » ne seront plus nécessairement sauvées. De même,

les holdings de contrôle du distributeur français Casino ont été placées en procédure de sauvegarde avec 3,4 Mds € de dettes en suspens. Sur la durée, la croissance et les bénéfices doivent toujours compenser l'endettement, sous peine d'insolvabilité ! L'actuel tassement économique est le révélateur des faiblesses de certaines sociétés, notamment leur surendettement, et il faut s'attendre à ce que d'autres « accidents de crédits » se produisent durant les prochains mois, les banques étant désormais plus regardantes. L'agence de notation Moody's s'attend ainsi à ce que les défauts de remboursement des entreprises passent de 1,9% cette année en Europe à 4% en 2020. Une grande vigilance doit donc être accordée à ces défaillances financières car ce sont généralement les signes avant-coureurs de chocs boursiers prononcés.

Dettes des sociétés « zombies » cotées aux États-Unis (résultats d'exploitation < intérêts dus) en Mds \$



Sources : Arbor Data Science, WeSave

Si les obligations d'entreprises ou encore les actions cotées peuvent effrayer, les sociétés non cotées pourraient être, au final, bien plus vulnérables encore. Il suffit par exemple de comparer les performances des actions américaines cotées à celles des fonds de capital risque (« Venture Capital ») pour se rendre compte de l'ampleur de la déconnexion qui s'est



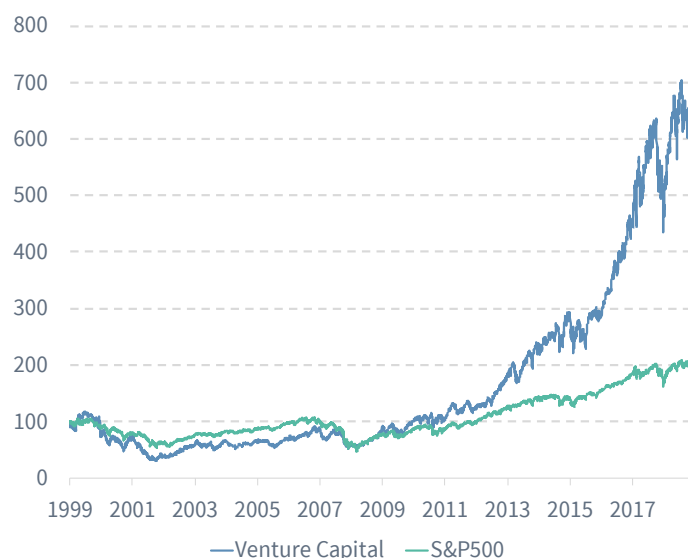
produite entre ces deux groupes d'actions depuis la crise des « subprimes » en 2008. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation :

- > N'affichant pas d'évolution quotidienne de leur valorisation, ces sociétés semblent moins versatiles que leurs homologues cotées, même si ce n'est qu'une illusion de moindre volatilité !
- > Les exigences de reporting d'activité sont bien plus souples que pour les sociétés cotées, puisqu'à la fois moins fréquentes et moins détaillées.
- > D'importants effets de leviers financiers via l'endettement accentuent la performance ou la contre-performance de ces entreprises attirant les investisseurs, notamment par des avantages fiscaux spécifiques.
- > Le débat quant à leurs valorisations n'apparaît que lorsqu'elles veulent se faire coter en bourse ou bien quand elles procèdent à certaines opérations financières exceptionnelles (acquisitions, levées de capitaux privés, etc.).
- > Contrairement aux actions cotées qui peuvent faire l'objet de ventes structurelles par certains investisseurs (i.e. des « hedge funds »), le non coté n'a exclusivement que des investisseurs acheteurs, donc pas de flux à contre tendance.

L'exemple récent de la société Wework, spécialisée dans le « co-working » est particulièrement édifiant ! Cette entreprise ayant procédé début 2019 à une levée de capitaux privés la valorisant à 47 Mds \$ vient d'échouer à se faire coter en bourse, et a fait l'objet d'un sauvetage en urgence pour une nouvelle valorisation autour de 8 Mds \$, soit 6 fois moins que ce qu'elle prétendait valoir en début d'année !

Ce cas n'est pas sans rappeler les déboires des entreprises technologiques en 2000 qui, en dépit de pertes financières très importantes, séduisaient les investisseurs par des concepts innovants ou de rupture, jusqu'à ce que les cycles économique et financier les rattrapent.

Performances comparées de l'indice S&P500 et de celui des Venture Capital (Base 100 = 31/12/99)



Sources : Bloomberg, WeSave

Au vu de ces alertes multiples, l'exposition des investisseurs aux actions se fait souvent aujourd'hui avec réticence, à contrecœur, motivée surtout par l'attrait relatif des actions par rapport aux obligations et non par une conviction véritable (valorisation ou momentum).

La complexité du contexte géopolitique et la maturité du cycle économique incitent en effet plutôt à la prudence, expliquant que la plupart des investisseurs privilégient les mêmes thématiques : des sociétés peu exposées aux cycles économiques, de préférence en situation de monopole ou d'oligopole afin de sécuriser les marges bénéficiaires, disposant d'une trésorerie confortable permettant les versements de dividendes ou rachats d'actions... Le risque est alors que tout le monde étant positionné sur les mêmes sociétés en même temps, il n'y aura parfois plus d'acheteur marginal lorsqu'un mouvement de vente se produira sur ces titres consensuellement détenus.

C'est pourquoi il faut s'attendre à des accès ponctuels de volatilité, y compris sur les « belles valeurs », même si celle-ci semble anesthésiée en cette fin d'année.



■ Quelle allocation financière faut-il privilégier ?

Les États et les banques centrales resteront à la manœuvre afin d'atténuer les éventuels chocs économiques ou financiers, notamment pour éviter l'asphyxie des emprunteurs qu'une remontée des taux d'intérêts provoquerait. La récession industrielle observée en 2019 pourrait devenir moins préjudiciable début 2020, ceci par effet de base statistique ou bien encore grâce à la désescalade partielle des tensions commerciales sino-américaines mais, tant que la confiance des chefs d'entreprises ne sera pas significativement restaurée, l'investissement privé ne reprendra pas. La médiocre visibilité quant aux candidats qui s'opposeront finalement lors de la présidentielle américaine décourage plutôt les initiatives d'investissements rapides dont la pertinence pourrait être remise en cause quelques mois plus tard ! La question du risque de contagion de l'industrie aux services sera tranchée l'an prochain. En effet, il y a généralement un décalage entre les difficultés rencontrées par l'industrie et les mesures de « sauvegarde » (restrictions budgétaires, licenciements, etc.) qu'elles sont susceptibles d'adopter et affectant les activités de services ou la consommation des ménages.

Alors que la macro-économie était déterminante pour les allocations d'actifs durant les dernières années, ce sont probablement désormais les entreprises qu'il faudra scruter à nouveau. Les phénomènes de flux financiers acheteurs, auto-entretenus en cette fin d'année, pourraient se prolonger encore un peu, mais il nous semble que, même pour l'investisseur qui n'est pas pessimiste, le contexte milite pour des allocations d'actifs prudentes et bien diversifiées. En 2020, le comportement du crédit d'entreprises à haut rendement pourrait être la source d'indications précieuses pour ajuster les portefeuilles.



Macro-économie

- > En 10 ans, la dette totale mondiale a triplé, passant de 80,8 à 255,3 trilliards \$.
- > Les gouvernements et les entreprises sont les deux agents économiques ayant le plus fortement augmenté leur endettement durant ces dernières années.

Conséquence pour les portefeuilles

Les politiques monétaires très accommodantes des banques centrales ne cessent d'abaisser le coût de remboursement de l'emprunt pour tous les agents économiques, d'où l'incitation à s'endetter. L'inquiétude des banquiers centraux aujourd'hui est qu'un ralentissement économique significatif ne provoque des défauts de paiements ou des situations d'insolvabilités en série. Il est donc difficile d'envisager une inflexion significative des politiques monétaires en cours : les taux resteront durablement bas, affectant l'ensemble des classes d'actifs en bourse. Le manque de rendement des obligations peut inciter les investisseurs à des prises de risques parfois démesurées. Le contexte monétaire favorable n'exclut pas une analyse rigoureuse du cadre géopolitique et économique actuel.

- > Paradoxalement, la très forte baisse des taux d'intérêts a principalement bénéficié aux États et aux entreprises, les créanciers n'étant pas rebutés par les niveaux d'endettement déjà accumulés.



Dette mondiale

	1999 (Trilliard \$)	2019 (Trilliard \$)	1999 %	2019 %	Variation (Trilliard \$)	Variation %
Ménages	15,3	47,9	18,9%	18,8%	32,6	313%
Entreprises	22,7	75,7	28,1%	29,7%	53	333%
Etats	20,5	70,0	25,4%	27,4%	49,5	341%
Institutions financières	22,3	61,7	27,6%	24,2%	39,4	277%
Cumul	80,8	255,3	100%	100%	174,5	316%

Sources: Institute of International Finance, WeSave

Marchés financiers

- > Le cumul de trésorerie nette des sociétés américaines est passé de 968 Mds \$ en 2009 jusqu'à un pic à 1 989 Mds \$ en 2017, mais il décline à nouveau significativement depuis : 1 685 Mds \$ en 2018 et 1 558 Mds \$ attendu en 2019.

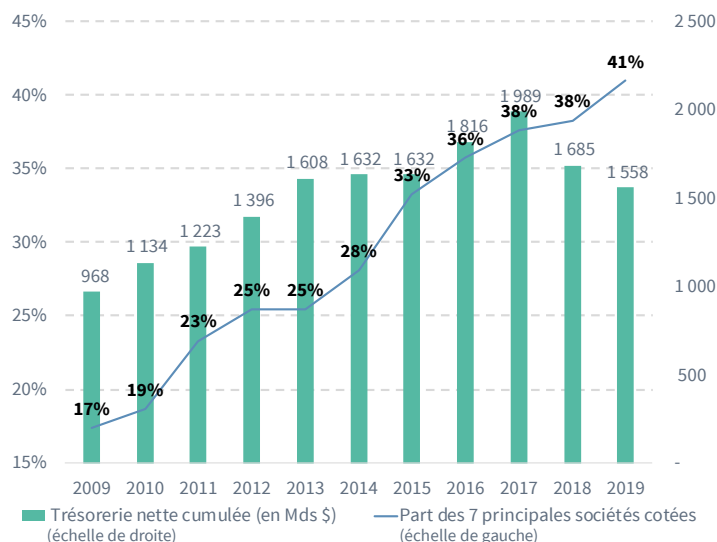
- > En l'espace de dix ans, les sept sociétés américaines cotées disposant des plus importantes réserves de trésorerie disponible ont vu leur poids passer de 17% à 41% du cumul : il y a intensification de la concentration des réserves de cash.

Conséquence pour les portefeuilles

La fiscalité américaine étant plus favorable aux rachats d'actions qu'aux versements de dividendes, le groupe de sept sociétés disposant des plus amples trésoreries est aussi celui effectuant des rachats massifs de ses propres actions en bourse, ce qui provoque un soutien « artificiel » de leurs cours de bourse. Le recul depuis un an de la trésorerie nette cumulée disponible pourrait préfigurer de moindres rachats d'actions à venir, surtout si le ralentissement économique incitait à être plus prudent. La trésorerie disponible étant concentrée entre un nombre restreint de sociétés, ces dernières disposent d'une capacité inégalée à investir ou encore à racheter si nécessaire des concurrents, ce qui tend à entretenir des situations de monopoles, situations inquiétant les régulateurs qui pourraient donc envisager des démantèlements à terme (cf. Amazon, Google, Facebook ...).



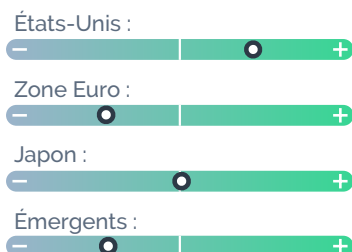
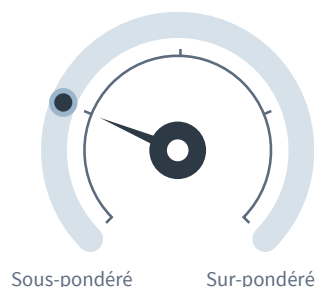
Part des 7 principales sociétés cotées US au regard de la trésorerie disponible cumulée des entreprises américaines



Sources : Bloomberg, WeSave

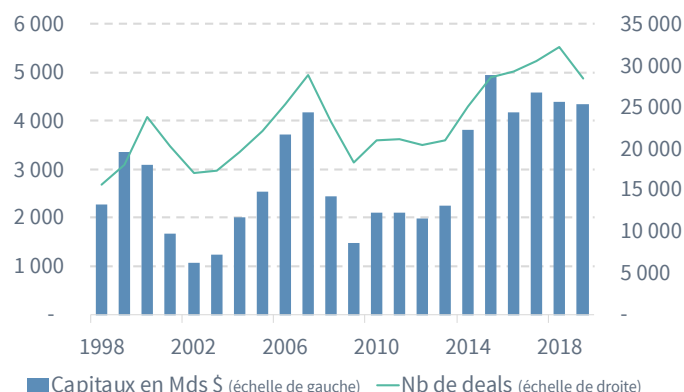


Actions



En novembre, les actions ont poursuivi leur progression, inscrivant même souvent de nouveaux records historiques lorsqu'on réintègre les dividendes. Cette bonne tenue des marchés s'explique par l'espoir d'un accord commercial partiel pouvant être conclu entre la Chine et les États-Unis avant la fin d'année, mais aussi grâce aux politiques monétaires accommodantes des banques centrales. Quelques opérations de fusions et acquisitions ont par ailleurs réveillé le caractère spéculatif de certains titres en

Fusions et acquisitions dans le monde

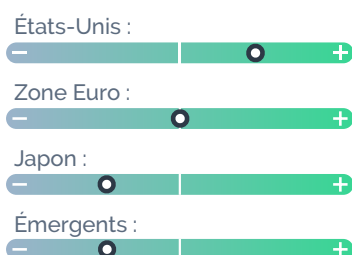
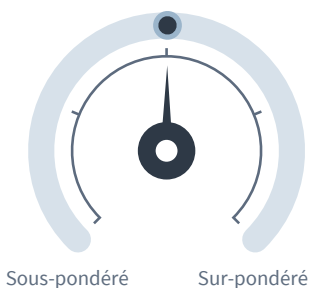


Sources : Bloomberg, WeSave

bourse. Les résultats d'entreprises ont été généralement meilleurs qu'attendu par le consensus, mais il y a toutefois désormais une stagnation ou régression des résultats, ce qui signifie que les marchés se renchérissent sans contrepartie réelle. Les élections au Royaume-Uni en décembre pourraient enfin avancer la question du Brexit. Les actions semblent être surtout un investissement « par défaut », c'est pourquoi nous maintenons notre actuelle sous-pondération.

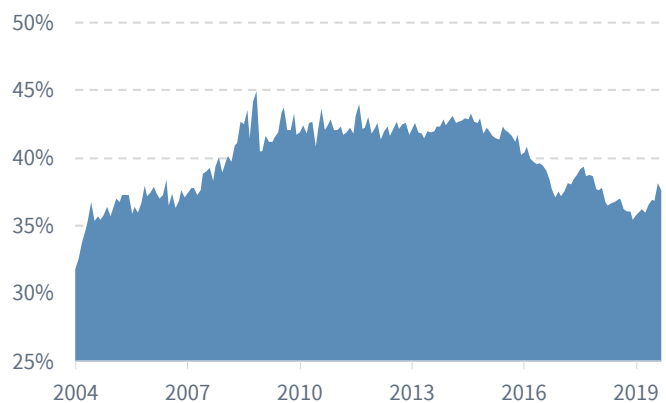


Obligations souveraines



En novembre, les principales banques centrales ont confirmé leurs messages accommodants ou neutres. En dépit de rendements faibles ou négatifs, les obligations souveraines bénéficient ainsi d'un certain soutien financier récurrent. La BCE a par exemple repris en octobre ses achats de dettes d'États dans le cadre de son nouveau « quantitative easing » (20 Mds € d'obligations à acquérir chaque mois). Afin de stimuler lorsque c'est encore possible une croissance économique désormais déclinante, les

% de détenteurs étrangers de la dette des USA

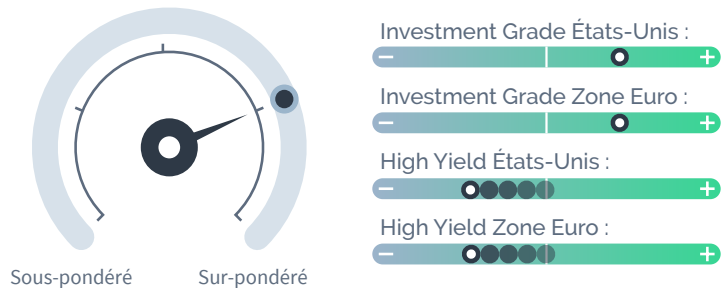


Sources : Bloomberg, WeSave

relais budgétaires sont souvent réclamés par les banquiers centraux eux-mêmes. La faible visibilité économique et géostratégique actuelle, mais aussi l'absence de tensions inflationnistes et le niveau très élevé de l'endettement des agents économiques, devraient encourager les banques centrales à rester durablement généreuses. Faute de rendements satisfaisants, nous maintenons notre neutralité à l'égard des obligations d'États.

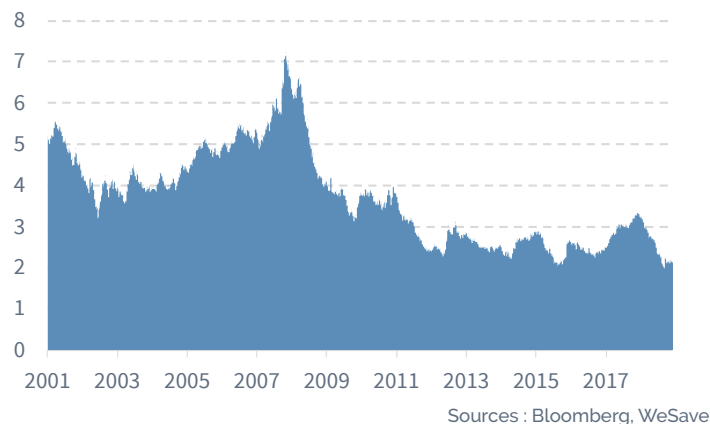


Obligations d'entreprises



En 2019, le rendement des obligations souveraines étant très faible ou même souvent négatif, les investisseurs se sont logiquement reportés vers les obligations émises par les entreprises. Jusqu'en août, cette recherche alternative de rendement avait fortement bénéficié aux obligations d'entreprises fragiles (« High Yield »), mais le tassement économique en cours fait craindre désormais une montée en puissance des défauts de remboursement, c'est pourquoi les obligations des entreprises solides

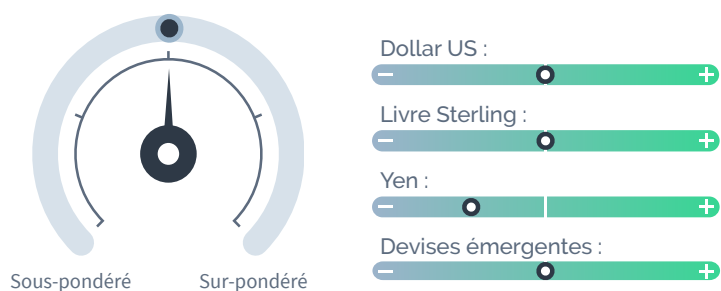
Rendement en % des obligations d'entreprises dans le monde



(« Investment Grade ») sont à nouveau privilégiées en relatif par les investisseurs. La très bonne performance annuelle des obligations d'entreprises, mais aussi une moindre liquidité boursière de ces mêmes obligations lors des fêtes de fin d'année, justifient probablement certains dégagements de précaution constatés depuis deux mois. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises, mais sous-pondérés sur les obligations « High Yield ».

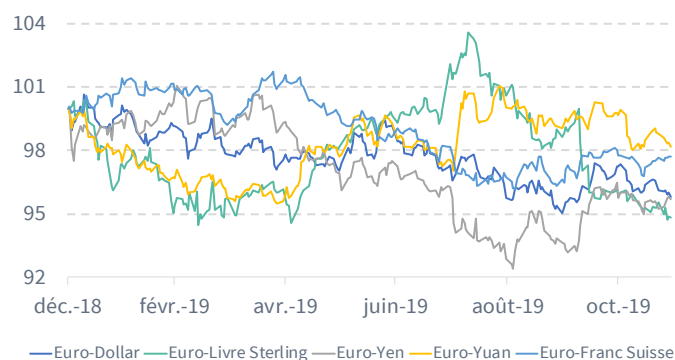


Devises



Le ralentissement économique mondial synchronisé incite les banques centrales et les États à engager des politiques monétaires et budgétaires actives. Toutefois, les tensions commerciales internationales, des crises géopolitiques diverses (entre autres en Iran), et les pressions populistes découragent les collaborations entre États, nuisant à l'efficacité de ces mesures. La croissance économique à se partager devenant plus faible, la tentation d'utiliser la devise afin de doper la compétitivité du pays se renforce. Le Dollar

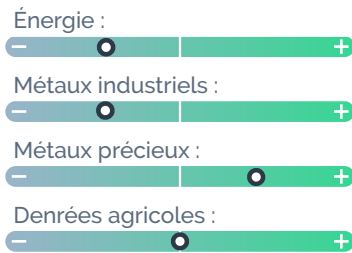
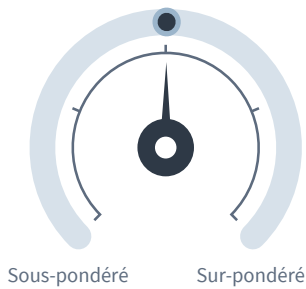
Performance de l'Euro (Base 100 = 31/12/18)



américain reste le grand gagnant des deux dernières années, mais le pays ne disposant plus de beaucoup de ressources budgétaires à déployer, la FED pourrait être encore sollicitée pour baisser ses taux et relancer un « quantitative easing », pesant sur le billet vert. La question de l'évolution des parités entre devises sera déterminante durant les prochains mois car ayant de très forts impacts sur les performances absolues ou relatives des diverses classes d'actifs.

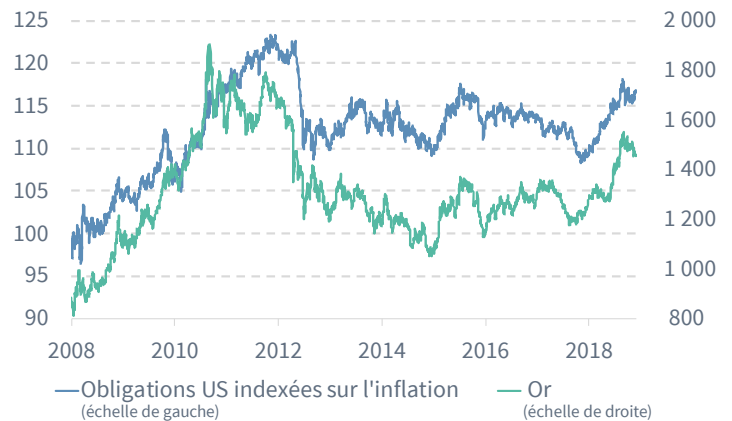


Matières premières



Les prix de l'énergie et des métaux industriels se redressent depuis la fin août, les investisseurs s'attendant à ce qu'un accord commercial partiel puisse être finalement ratifié entre la Chine et les États-Unis. Les élections au Royaume-Uni le 12 décembre en décideront, mais le Brexit paraît devoir être finalement négocié et non pas brutal, laissant espérer une moindre pression sur la croissance européenne et, par extension, sur ses partenaires économiques. Plus généralement, la récession industrielle observée en 2019

Or et obligations indexées sur l'inflation

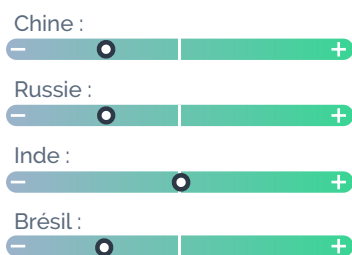
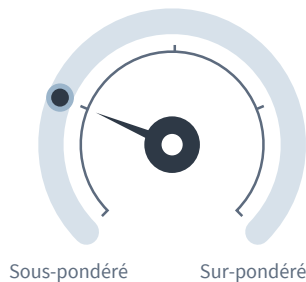


Sources : Bloomberg, WeSave

s'estompe, mais les signaux de reprise restent très modestes à ce stade. Les matières premières agricoles connaissent elles aussi d'importantes hausses de prix depuis cet été, de nombreux aléas climatiques ayant perturbé les productions dans divers pays de la planète. L'or reste pour sa part particulièrement dépendant des anticipations d'inflation. Nous conservons une allocation neutre sur les matières premières, sauf sur l'or qui justifie d'une surpondération tactique.



Émergents



En 2019, malgré l'appétit pour le risque des investisseurs, la performance des actions émergentes est restée très en retrait de celle des autres zones. Ce retard s'explique notamment par le fait que les pays émergents soient les plus exposés au décrochage du commerce mondial, conséquence des tensions sino-américaines. De plus, le renchérissement relatif du Dollar pénalise beaucoup d'entreprises émergentes endettées dans cette devise. Par ailleurs, la liquidité de ces actifs est généralement moindre

Performances comparées des actions émergentes et mondiales (Base 100 = 31/12/18)

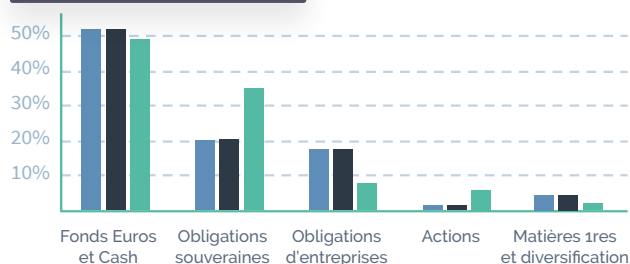
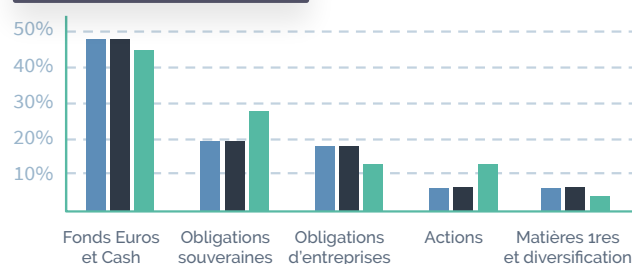
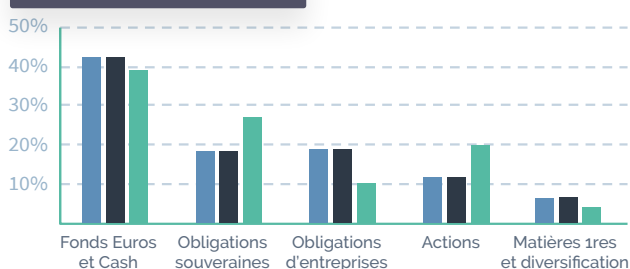
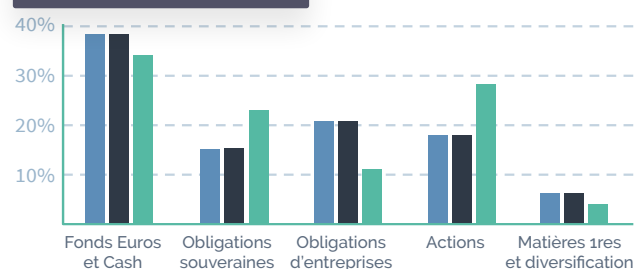
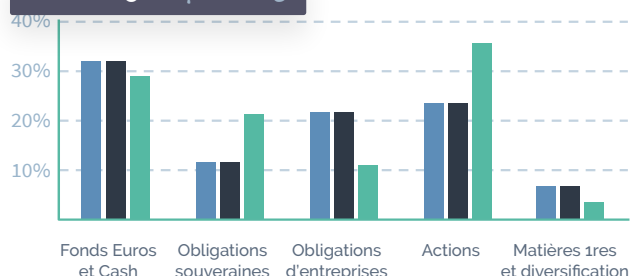
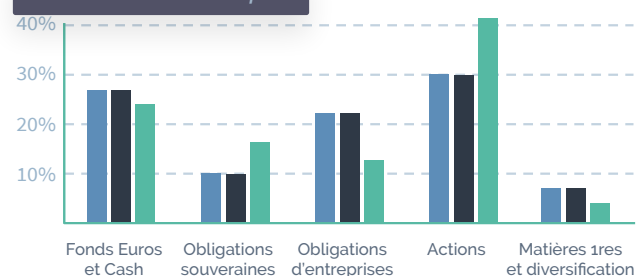
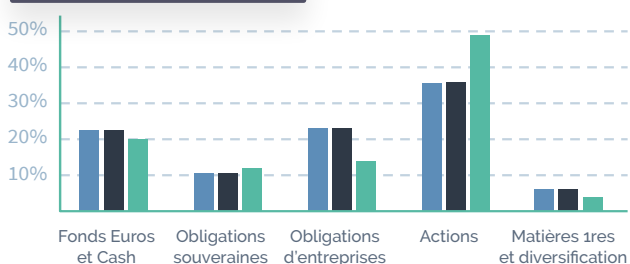
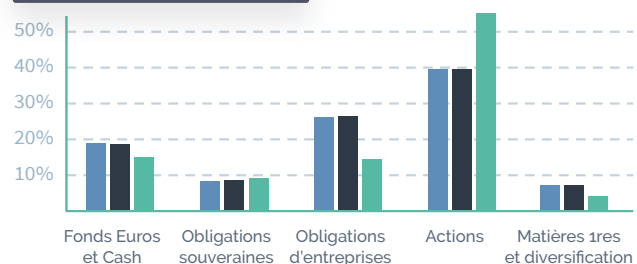
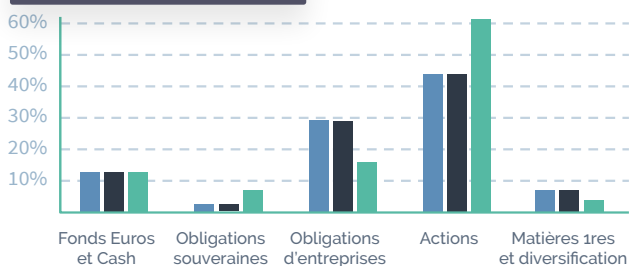
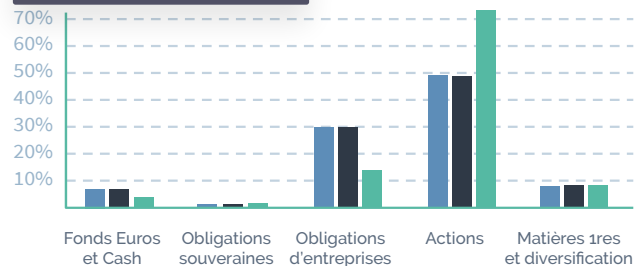


Sources : Bloomberg, WeSave

que celle des pays développés. Enfin, la résurgence des tensions sociales, comme au Chili, peut décourager certains investisseurs d'y allouer des capitaux, tout comme les chefs d'entreprises attendront certainement d'avoir une meilleure visibilité quant au commerce international avant de prendre des décisions d'investissements engageantes sur le long terme. En dépit de leur faible valorisation, nous préférons rester sous-pondérés sur les actifs émergents.

Comparatifs d'allocations entre Déc 2019, Nov 2019 et la stratégie long terme.

■ Déc 2019 ■ Nov 2019 ■ Allocation long-terme

Profil 1 - Défensif 1**Profil 2 - Défensif 2****Profil 3 - Équilibré 1****Profil 4 - Équilibré 2****Profil 5 - Équilibré 3****Profil 6 - Offensif 1****Profil 7 - Offensif 2****Profil 8 - Offensif 3****Profil 9 - Agressif 1****Profil 10 - Agressif 2**



PER vs PERP : quelles différences ?

En complément du point marché, Olivia Ugo, conseillère en gestion de patrimoine chez WeSave, décrypte les principales nouvelles du secteur de la gestion de patrimoine.

Depuis le mois d'octobre dernier, vous avez la possibilité de transférer votre PERP (Plan Épargne Retraite Populaire) vers une nouvelle enveloppe fiscale : le PER (Plan Épargne Retraite).

En effet, ce nouveau dispositif remplacera à terme le PERP dont la commercialisation se terminera en octobre 2020 (les contrats ouverts auront toujours la possibilité d'être alimentés). Dès lors, trois possibilités s'offrent à vous :

- > conserver votre PERP et l'alimenter,
- > ouvrir un PER et alimenter le PERP et le PER à votre convenance,
- > transférer votre PERP vers un PER.

Nous allons donc regarder ensemble quels avantages et inconvénients présente le PER et quelles conséquences aura chacune de ces options selon votre situation.

Un déblocage plus souple pour une fiscalité plus lourde

Le déblocage au départ en retraite :

- > Le PERP offrait la possibilité de récupérer ses fonds, soit en rente, soit en capital uniquement pour 20% de la somme placée (et le reste en rente). Ces capitaux bénéficiaient d'un avantage fiscal (imposition à 7,5% après abattement de 10%).
- > Le PER se démarque par la possibilité de retrouver la totalité de son épargne sous forme de capital. Vous pourrez donc choisir de récupérer la totalité en capital (en une ou plusieurs fois) ou combiner à votre guise sortie en capital et rente. En cas de déblocage des fonds en capital, les primes versées seront soumises au barème de l'IR et les plus-values au PFU (30%). Les avantages fiscaux du PERP ne seront plus applicables.

Mettons par exemple qu'un épargnant ayant versé sur son PER 100 000€ se retrouve, au moment de son départ en retraite, avec un contrat évalué à 150 000€ (100 000€ de primes versées et 50 000€ d'intérêts générés).



Si notre épargnant décide de récupérer la totalité en capital en une seule fois, son revenu imposable serait augmenté de 100 000€ la même année. Les 50 000€ seraient, eux, soumis au PFU de 30% (12,8% d'impôts et 17,2% de prélèvements sociaux).

Les rentes d'un PERP ou d'un PER sont imposables de la même manière - elles sont soumises à la fiscalité des rentes à titre gratuit.

Pour rappel : Une rente viagère à titre gratuit est une rente émanant d'un revenu défiscalisé. Elle intègre le revenu imposable et est taxée dans la catégorie des pensions.

Le déblocage par anticipation :

Le départ en retraite ne sera pas le seul motif pour prétendre à un déblocage de son PER. En outre du motif "accidents de la vie", qui permettait déjà le déblocage de son épargne, l'achat de la résidence principale autorisera désormais la sortie en capital à tout moment. Le PER permet donc de préparer sa retraite, sans pour autant tirer un trait sur son épargne en cas de projet d'achat.

Axe d'optimisation :

La fiscalité en cas de déblocage en capital sera plus ou moins avantageuse en fonction de votre situation fiscale au moment de l'opération. Pour limiter l'impact fiscal de cette opération, vous pourrez étaler le déblocage en capital sur plusieurs années.

Le choix de la déductibilité des versements

Contrairement au PERP, vous avez le choix de déduire ou ne pas déduire vos versements de vos revenus imposables, dans la limite des plafonds en vigueur. Si vous choisissez de ne pas déduire vos versements, vous bénéficierez d'un allègement fiscal au moment du dénouement du contrat.

- > Pour une sortie en rente, la fiscalité des rentes à titre onéreux s'applique. Elle est soumise à l'impôt sur le revenu seulement pour une fraction déterminée par l'âge d'entrée en jouissance de la rente :
 - 70 % si le rentier est âgé de moins de 50 ans,
 - 50 % s'il est âgé de 50 à 59 ans inclus,
 - 40 % s'il est âgé de 60 à 69 ans inclus,
 - 30 % s'il est âgé de plus de 69 ans.

Les prélèvements sociaux ne s'appliquent que sur la fraction soumise à l'impôt sur le revenu.

Axe d'optimisation :

Selon votre tranche marginale d'imposition, il peut être plus intéressant de faire jouer la déductibilité des versements : l'imposition étant plus faible au moment de la retraite, l'impact fiscal sera moins important. Si vous décidez d'y renoncer en partie, il peut être intéressant d'ouvrir deux enveloppes, l'une dont les versements auront profité de la déductibilité et l'autre où cela n'a pas été le cas, afin de pouvoir dissocier les fiscalités.

Fiscalité de sortie d'un PER

	TAXATION DU CAPITAL		TAXATION DES INTÉRÊTS
	Versements déduits du revenu imposable	Versements non déduits du revenu imposable	
Sortie anticipée : accident de la vie	Exonération	Exonération	Prélèvements sociaux
Sortie anticipée : Achat résidence principale	Barème de l'impôt sur le revenu	Exonération	PFU 30%
Sortie à l'échéance en capital	Barème de l'impôt sur le revenu	Exonération	PFU 30%
Sortie en rente à l'échéance	Rente viagère à titre gratuit	Rente viagère à titre onéreux	Rente viagère à titre onéreux

- > Pour une sortie en capital (au moment du départ en retraite ou anticipée), les versements sont exonérés d'impôt sur le revenu et les plus-values sont soumises au PFU.



■ L'avantage successoral

Rappelons que dans le cas d'un PERP, si vous décédez avant d'avoir atteint l'âge du départ à la retraite, le capital sera versé sous forme d'une rente viagère aux bénéficiaires (ou sous forme de rente éducation). Si le bénéficiaire est le conjoint ou le partenaire de PACS, il n'y a pas de droits de succession. Pour les autres bénéficiaires, il faut, pour être exonérés, que les versements aient été réalisés de façon régulière pendant au moins 15 ans. Dans le cas contraire, l'épargne sera soumise à la fiscalité de l'assurance-vie (Article 990i du CGI) pour les versements effectués avant 70 ans. La part des versements effectués après 70 ans sera exonérée de droits de succession dans la limite de 30 500€ (puis soumise au barème des droits de succession).

Les bénéficiaires seront cependant soumis à l'impôt sur le revenu dans le cadre de la perception de la rente. Avec le PER, en cas de décès avant 70 ans, les fonds placés pourront être versés aux bénéficiaires sous forme d'un capital.

Attention cependant, avant de prendre une décision, il convient de bien vérifier les conditions générales de son ancien contrat. Certains offrent un rendement minimum garanti ou un taux de conversion en rente intéressant.

Ouvrir un PER ne vous oblige pas à transférer votre PERP. N'hésitez pas à contacter votre conseiller WeSave pour vous aider à analyser et optimiser cette opération.



AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

Au-delà de fonctionnalités d'agrégation financière et immobilière, WeSave Conseil propose une analyse approfondie de votre patrimoine. Depuis la vue analytique, accédez au détail des différents aspects de chacun de vos portefeuilles :

- Découvrez la répartition de vos actifs
- Mesurez vos performances
- Déterminez vos risques
- Évaluez vos frais

wesave

Contactez un conseiller au 01 80 49 70 00

Du lun. au ven. de 9h à 19h - Après 19h et le samedi sur RDV

Ou par email à conseiller@wesave.fr

Achevé de rédiger le 30 Novembre 2019 - © 2019 WeSave . Tous droits réservés . Conseiller en Investissement Financier, régulé par l'AMF

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les informations communiquées dans ce document ne sauraient représenter aucune forme de conseil en investissement, ni obligation de souscription ultérieure. L'investissement en unités de compte présente un risque de perte en capital.

WeSave est une marque de ANATEC- 4 rue Charlemagne 75004 PARIS - SAS au Capital de 272 820 €, ayant pour numéro unique d'immatriculation 523 965 838 au RCS de Paris. N° ORIAS 15 004 968 (www.orias.fr) en qualité de Conseiller en Investissements Financiers (CIF), Courtier en Assurance, sous le contrôle de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), 4 Place de Budapest 75436 Paris Cedex 09. Adhérent à l'ANACOFI, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Garantie financière et assurance Responsabilité Civile Professionnelle conformes au Code des Assurances.