

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

- | | | | |
|----|-------------------------|----|------------------------------------|
| 02 | L'éclairage du gérant | 19 | Nos vues tactiques et stratégiques |
| 14 | Points macro et marchés | 20 | Pour aller plus loin |
| 16 | Vues des actifs | | |

Distanciations ... et interrogations

L'usage du terme distanciation a, hélas, connu une spectaculaire percée depuis l'apparition de la COVID-19, et le déconfinement n'a fait qu'accroître le phénomène. La distanciation a d'incontestables bienfaits sanitaires, mais sa contrepartie risque d'être une reprise économique languissante partout dans le monde. La distanciation sanitaire n'est toutefois pas la seule en œuvre et, pour l'épargnant, ces autres distanciations sont autant de sources de stress ou d'interrogations additionnelles.

Distanciations ...

Distanciation géographique.

Le coronavirus a contraint la plupart des pays à se confiner ; autrement dit, au repli sur soi ! Le déconfinement étant généralement graduel afin d'éviter de nouveaux chocs épidémiques, les frontières ne rouvrent que très progressivement. Beaucoup de pays imposant désormais une période de quarantaine aux voyageurs souhaitant entrer sur leur territoire, la circulation des personnes restera donc difficile pendant probablement plusieurs mois encore. Sauf à ce que le virus ne s'estompe de lui-même, certains secteurs d'activité resteront très affectés par ces restrictions de circulation : transport aérien, tourisme... Les marchandises devraient en revanche pouvoir circuler bien plus facilement désormais, même si la logistique qui préexistait n'est plus nécessairement aussi fluide qu'auparavant. Ce second point est très important, car nombreuses étaient les entreprises ne pouvant plus fonctionner jusqu'à présent faute de composants importés de l'étranger, ou bien parce que leurs clients à l'étranger étaient confinés. La reprise économique

Le responsable de l'équipe de gestion

Vincent Lequertier a 25 ans d'expérience en gestion d'actifs. Après une carrière à la banque d'Orsay, il est successivement directeur adjoint actions puis directeur actions. Spécialiste de la gestion allocataire, il devient en Août 2015, le responsable de la gestion allocataire chez WeSave.fr.



Vincent Lequertier
Gérant chez WeSave

chinoise aurait ainsi probablement pu être plus forte qu'elle ne l'a finalement été, faute d'importations et d'exportations opérationnelles.

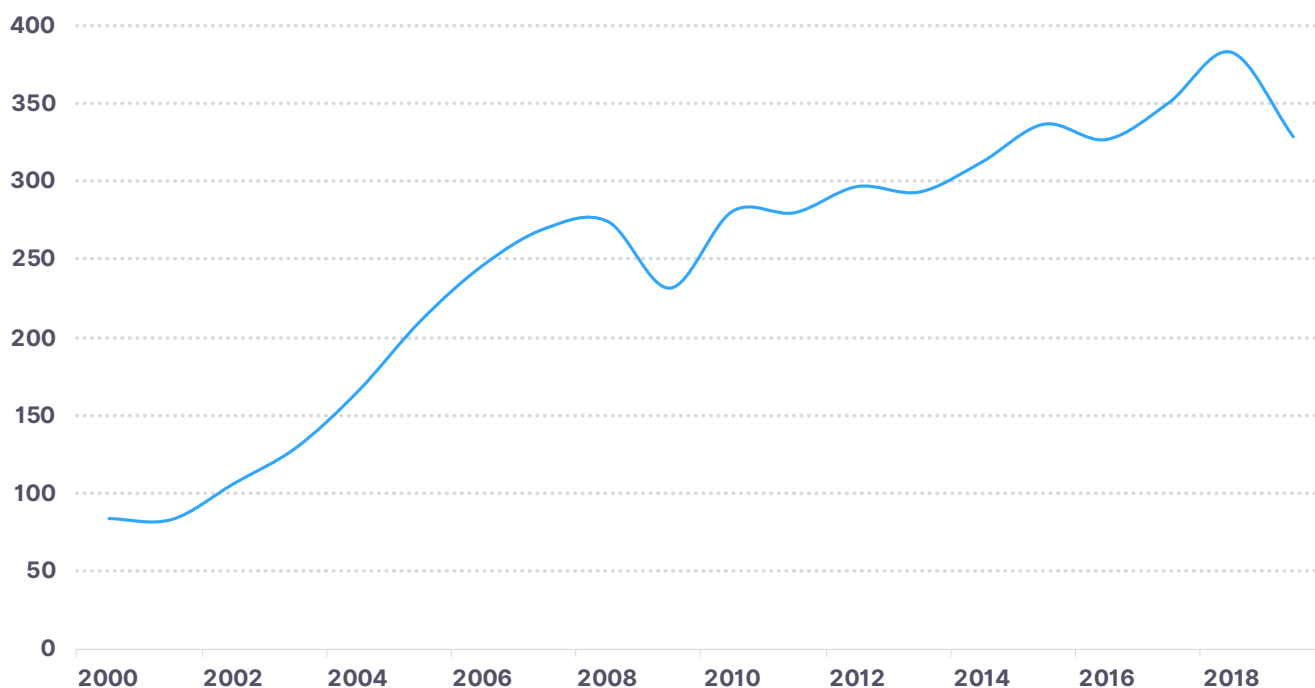
Distanciation politique et géopolitique.

Cette crise sanitaire a, de plus, ravivé bien des tensions politiques et géopolitiques, dont il ne faut pas sous-estimer les portées potentielles. Après la nécessaire phase de solidarité, les partis politiques d'opposition attaquent les gouvernements pour leur impréparation et pour le coût des mesures engagées, prônant généralement des projets plus ambitieux en termes de souveraineté nationale. Ces débats domestiques risquent hélas de compliquer, et donc de retarder, la mise en place des nécessaires mesures budgétaires additionnelles, notamment lorsqu'il s'agit de décider de l'affectation sectorielle des capitaux. Une thématique devrait toutefois obtenir un consensus trans-partisan : la santé ! Bien entendu, la proximité d'élections ne fait qu'attiser ces bras de fer politiques. Pour tel ou tel gouvernement en place, la tentation est

forte de chercher un bouc-émissaire afin de dissimuler ces échecs, et quoi de plus facile que de désigner un responsable à l'étranger ? C'est cette tactique que D.Trump applique à l'évidence au travers des accusations portées à l'encontre de la Chine, même si cette dernière mérite bien des reproches pour sa gestion de la crise sanitaire et pour la communication qui s'en est suivie. Interdire à certaines sociétés chinoises l'accès à des composants technologiques (Huawei et les semi-conducteurs), encourager les groupes américains à quitter la Chine (Apple), envisager d'interdire aux fonds de pension américains d'investir dans des sociétés chinoises... Les angles d'attaque sont innombrables et les mesures de rétorsion chinoises pourraient être à la hauteur de l'attaque ! Difficile de savoir jusqu'où le candidat Trump pourrait finalement utiliser cet argument pour mobiliser les électeurs américains. Une des limites qu'il pourrait toutefois rencontrer serait un trop fort décrochage des marchés financiers américains. En effet, si les investisseurs internationaux venaient à accorder un véritable crédit à cette manœuvre électorale, les bourses américaines

Déficit commercial des États-Unis vis-à-vis de la Chine (en Mds \$)

Sources : Bloomberg, WeSave



baisseraient et l'épargne des Américains en souffrirait, alors même que l'emploi serait très loin d'être rétabli dans le pays. L'électeur ne lui pardonnerait pas de perdre simultanément ses revenus et son épargne ! En Europe, la question du Brexit devrait se rappeler aux investisseurs, le Royaume-Uni devant déterminer avant le 1er juillet s'il sollicite ou non une extension de délai pour les négociations. Les échanges étaient déjà très difficiles avant le coronavirus, mais ce nouveau contexte incite hélas chacun des protagonistes à encore plus de fermeté afin de protéger ses intérêts économiques fragilisés, handicapant probablement en relatif les actifs financiers européens pendant quelque temps encore.

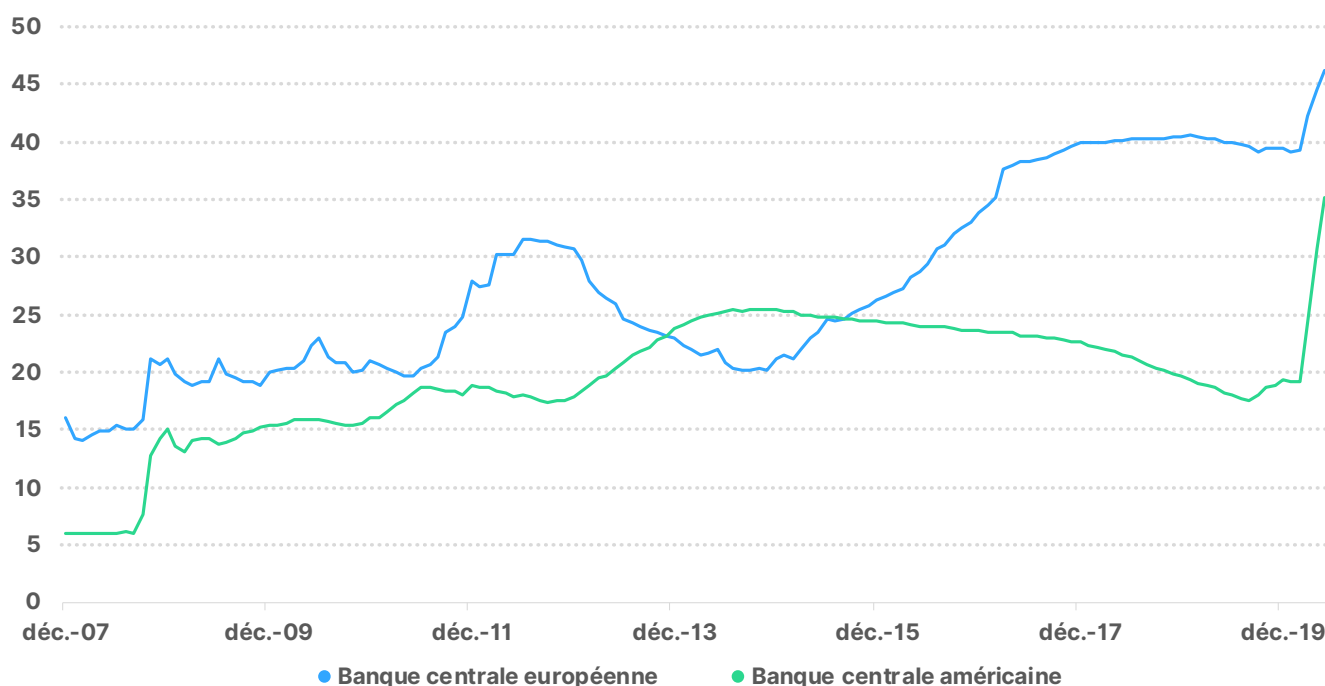
Distanciation des Banques centrales.

Protagonistes vitaux puisque se portant garants du financement des dérapages budgétaires dus au coronavirus, certaines Banques centrales voient leur indépendance et leurs marges de manœuvres discutées. En Europe, la Cour constitutionnelle

allemande de Karlsruhe a demandé à la Banque centrale européenne (BCE) de se justifier de la proportionnalité de ses interventions. Autrement dit, afin de respecter ses missions, la BCE peut-elle se libérer durablement de ses deux contraintes traditionnelles : au maximum $\frac{1}{3}$ des émissions d'obligations, et des achats d'obligations respectant le pourcentage détenu par chaque pays au sein du capital de la BCE ? Derrière cette rhétorique, se cache l'habituelle réticence des fourmis du Nord de l'Europe à financer les prodigalités des cigales du Sud. La réponse officielle la plus virulente est venue de Bruxelles, rappelant sèchement à la Cour de Karlsruhe la subordination du droit national à celui de l'Union Européenne. La BCE, probablement par la voix de la Bundesbank, dispose de trois mois pour répondre, mais il serait catastrophique que les investisseurs doutent de ses futurs achats d'obligations, notamment pour les rendements obligataires de la très endettée Italie ! Paradoxalement, la BCE pourrait voir ses attributions élargies à l'issue de ce débat, bien que

Évolution du bilan des banques centrales en % du PIB

Sources : Bloomberg, WeSave



cela semble peu probable dans l'actuel contexte. En attendant, les gouvernements allemand et français ont pris l'initiative de proposer que soit émis un emprunt supranational de 500 Mds € à l'échelle européenne, mesure qui, si elle était adoptée, permettrait de résoudre diplomatiquement l'actuelle dispute et de franchir un cap très important en termes de solidarité budgétaire au sein de l'UE. Si l'unanimité des 27 États était arrachée pour ce projet, il s'agirait d'un bouleversement majeur pour l'UE, les prêts devenant alors des subventions ou bien des dotations non remboursables, et les pays bénéficiaires de ces mesures ne seraient plus tenus de contribuer qu'à due proportion de leur poids dans l'UE et non pas en fonction des capitaux reçus ! Comme souvent, les crises majeures sont plutôt des accélérateurs d'intégration pour l'Europe, et A.Merkel pourrait vouloir achever son dernier mandat sur un coup d'éclat politique. Aux États-Unis, la Banque centrale américaine (FED) subit pour sa part une pression exactement inverse de D.Trump. Ce dernier voudrait en effet qu'elle en fasse plus, et que la distanciation entre le pouvoir central et la FED se réduise, notamment en cédant à son insistante invitation à instaurer des taux d'intérêts négatifs. Les dirigeants de la FED sont toutefois à ce stade unanimement hostiles à cette mesure dont les effets sont incertains. La FED pourrait aussi vouloir garder cet instrument de politique monétaire en ultime recours si l'économie américaine venait à s'enfoncer durablement en récession.

Distanciation entre économie réelle et marchés.

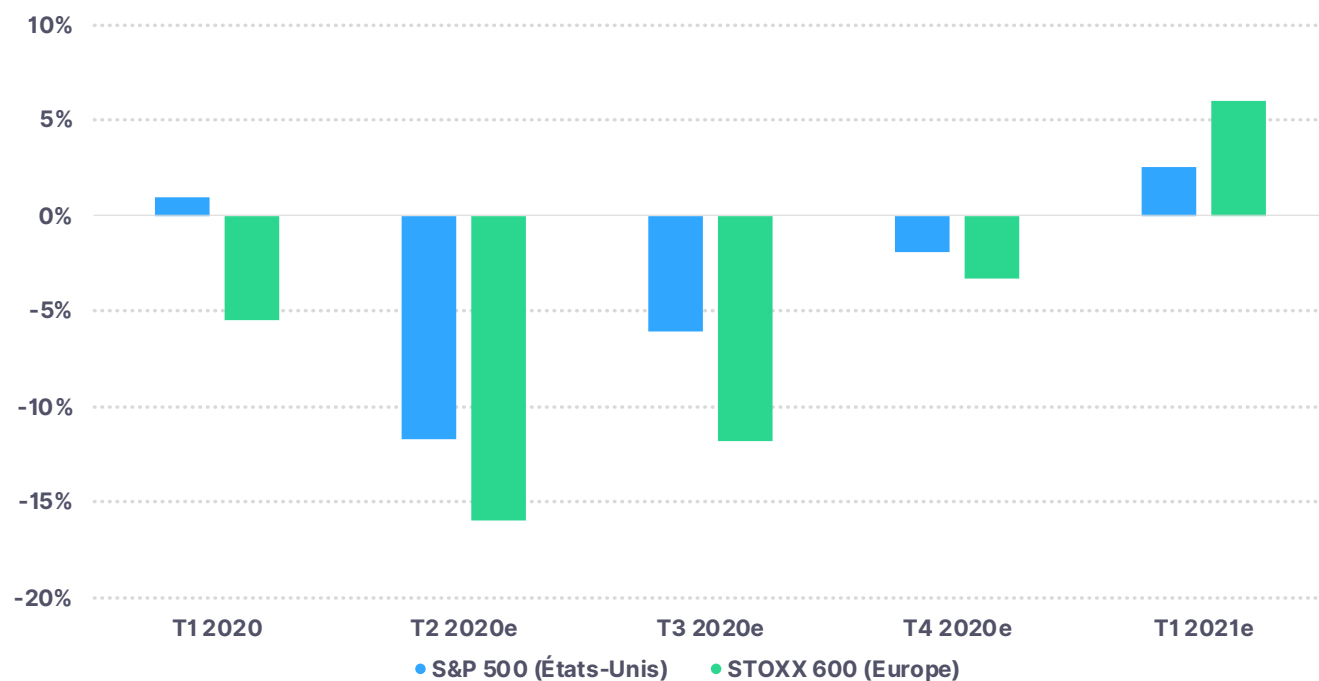
La plus spectaculaire distanciation est toutefois certainement celle opposant actuellement les dynamiques respectives de l'économie réelle et des marchés financiers. Le confinement volontaire des pays a évidemment conduit à des reculs historiques des indicateurs économiques, tous les records passés étant très largement battus. La production et la consommation étant simultanément

brutalement affaiblies, il ne pouvait en être autrement, et il faut s'attendre à ce que cela affecte plus encore les statistiques du second trimestre, voire un peu au-delà ! Pourtant, depuis la mi-mars, les actions, les matières premières, et même les actifs réputés refuge tels que l'or et les obligations se redressent fortement. Bien que généralement sceptiques quant au rythme de reprise économique à venir, les investisseurs rachètent les marchés, l'ampleur et la vitesse des soutiens budgétaires des États et des appuis monétaires des Banques centrales faisant passer au second plan toutes les statistiques déprimées et déprimantes. Le principe de prudence étant déployé dans l'allocation d'actifs de la plupart des établissements de gestion (forte détention de cash et d'obligations notamment), ceci est paradoxalement plutôt un atout pour les actifs réputés risqués, la forte hausse des marchés étant une source de stress pour les investisseurs ne profitant pas assez des rebonds après avoir été surpris par l'ampleur et la vitesse de la baisse. Bien entendu, toute avancée significative dans le traitement médical du virus prendrait à revers la plupart des investisseurs, et le temps qui passe augmente la probabilité de cette hypothèse. Enfin, les pays sont mieux équipés en masques, tests, appareils respiratoires... Et la logistique sanitaire est mieux organisée pour faire face à d'éventuelles résurgences du virus.

Aux États-Unis, la Banque centrale américaine (FED) subit pour sa part une pression exactement inverse de D.Trump. Ce dernier voudrait en effet qu'elle en fasse plus, et que la distanciation entre le pouvoir central et la FED se réduise...

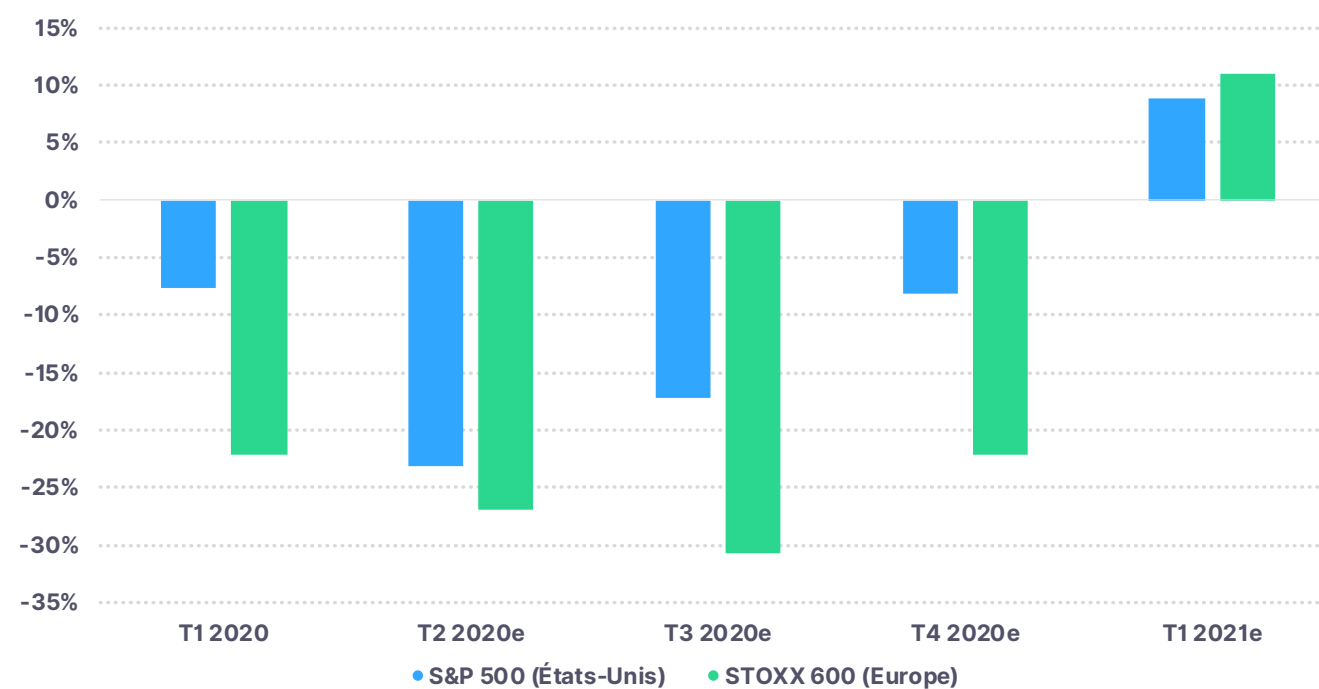
Prévisions de ventes des entreprises

Sources : Bloomberg, WeSave



Prévisions de bénéfices des entreprises

Sources : Bloomberg, WeSave



... et interrogations

La crise de la COVID-19 soulève d'innombrables interrogations. Sans avoir évidemment l'ambition d'être exhaustifs, nous voulions toutefois mettre en avant certaines questions nous semblant plus particulièrement pressantes pour les épargnants.

Récession ?

Le principal sujet d'inquiétude pour tout investisseur est évidemment de savoir si les économies resteront durablement ou non en récession. Les premiers soutiens budgétaires et monétaires déployés nous semblent être en adéquation avec l'ampleur du choc causé par le confinement, tant du point de vue quantitatif que par leur vitesse d'adoption. Le FMI comptabilise à ce stade 9000 Mds \$ de soutiens budgétaires par les États dans le monde, se décomposant en 4400 Mds \$ de soutiens directs et 4600 Mds \$ de

prêts et garanties diverses. D'importantes injections de capitaux additionnelles, mais bien plus ciblées afin d'éviter les effets d'aubaine, étant de plus déjà programmées durant les deux prochaines années, cela nous semble là encore suffisant pour conforter l'hypothèse d'une reprise économique significative. Ce n'est que vers 2022 et au-delà que les États devraient chercher à restaurer progressivement les grands équilibres financiers. En écartant l'hypothèse d'un retour au confinement total et mondial, la question qui se pose néanmoins est celle de la qualité d'exécution des plans de soutien. Faut-il privilégier des soutiens à la consommation, au risque de voir une partie de ces capitaux être détournés vers l'épargne ? Quand bien même la consommation reprendrait, cela ne stimule-t-il pas avant tout des entreprises étrangères plutôt que nationales lorsque l'économie dépend beaucoup des importations de produits ? Des allègements ciblés de TVA (donc des baisses de prix) ou bien des bons d'achats à durée limitée pourraient éventuellement améliorer l'efficacité de tels dispositifs. En orientant

Évolution de la croissance économique et des budgets dans les grandes zones et États du monde

Sources : FMI, OCDE, Eurostat, WeSave

	PIB 2019	PIB 2020	Écart (1)	Budget 2019	Budget 2020	Écart (2)	Écart (2) Écart (1)	Dette/PIB 2019
Monde	3,0	-3,0	6,0					
Zone Euro	1,4	-7,1	8,5	-1,0	-8,4	7,4		
Pays Développés	1,7	-5,9	7,6	-2,6	-10,7	8,1		
Pays Émergents	5,0	1,1	4,0	-5,3	-6,3	1,0		
Afrique du Sud	0,3	-6,0	6,3	-6,3	-12,0	5,7	-0,6	53%
Allemagne	0,6	-6,2	6,8	1,2	-7,2	8,4	1,6	64%
Brésil	1,1	-3,9	5,0	-5,9	-11,5	5,6	0,6	84%
Chine	6,1	1,8	4,3	-6,0	-6,3	0,3	-4,0	48%
États-Unis	2,3	-5,7	8,0	-4,8	-15,5	10,8	2,8	82%
France	1,2	-9,2	10,4	-3,1	-10,7	7,6	-2,8	97%
Grande-Bretagne	1,3	-7,8	9,1	-2,2	-10,6	8,5	-0,6	87%
Inde	5,0	5,0	0,0	-3,7	-4,0	0,3	0,3	70%
Italie	0,2	-10,3	10,5	-2,2	-11,0	8,8	-1,7	132%
Japon	1,0	-4,8	5,8	-3,0	-8,0	5,0	-0,8	236%
Russie	1,3	-4,7	6,0	1,8	-4,1	5,9	-0,1	17%

les soutiens plutôt vers la production, au travers d'amortissements accélérés par exemple, ne sera-t-on toutefois pas déçu par la faible réaction de l'investissement des entreprises, ces dernières cherchant en priorité à reconstituer leur trésorerie afin de sécuriser leur survie ? Tous les secteurs et toutes les entreprises doivent-ils bénéficier de ces mesures, et cela ne risque-t-il pas d'entraîner des distorsions de concurrence et de s'exposer alors à des contentieux nationaux ou internationaux ? La priorité des États étant de préserver l'outil de production qui prévalait avant le virus, et le coût de la dette étant plus ou moins administré par les interventions des Banques centrales, la perspective d'une reprise économique soutenue par les États, même si elle était lente, semble crédible et devrait rassurer les investisseurs.

Inflation ?

Tout épargnant doit toujours s'interroger quant à la probabilité de résurgence ou non de l'inflation,

celle-ci réduisant d'autant le pouvoir d'achat à terme des capitaux investis. De plus, si les anticipations d'inflation venaient à s'emballer, les Banques centrales seraient peut-être amenées à durcir prématurément leurs politiques monétaires, la maîtrise de l'inflation étant une de leurs missions prioritaires. En dépit de l'ampleur du choc économique en cours, on ne peut paradoxalement pas exclure l'hypothèse d'une reprise de l'inflation à court terme dans certains secteurs. En effet, la demande des consommateurs devrait se normaliser, mais les entreprises ne pourront pas toujours répondre simultanément à toutes les demandes, d'où la tentation de passer des hausses de tarifs. Ces augmentations de prix seraient d'autant plus justifiées que les mesures barrières et autres dispositifs sanitaires (masque, gel, distances à respecter entre salariés...) ont un coût que l'entreprise peut vouloir répercuter afin de préserver ses marges bénéficiaires et sa trésorerie. Enfin, la productivité des sociétés est probablement dégradée par le télétravail, par des chaînes de production tournant seulement

Prévisions d'inflation dans les pays du G20

Sources : FMI, OCDE, Eurostat, WeSave

	2019	2020e	2021e	2022e
G20	2,2%	2,0%	2,2%	2,4%
Afrique du Sud	4,1%	3,5%	4,1%	4,5%
Allemagne	1,4%	0,8%	1,4%	1,6%
Arabie Saoudite	-1,2%	1,2%	2,0%	2,0%
Argentine	53,7%	45,0%	39,0%	30,0%
Australie	1,6%	0,8%	1,6%	2,3%
Brésil	3,7%	3,0%	3,3%	3,5%
Canada	1,9%	0,5%	1,7%	2,0%
Chine	2,9%	3,2%	2,1%	2,3%
Corée du Sud	0,4%	0,6%	1,2%	1,8%
États-Unis	1,8%	0,8%	1,7%	2,0%
France	1,3%	0,4%	1,1%	1,6%
Inde	3,7%	4,5%	4,0%	4,2%
Indonésie	2,8%	2,8%	3,0%	3,2%
Italie	0,7%	-0,1%	0,8%	1,1%
Japon	0,5%	0,0%	0,3%	0,6%
Mexique	3,6%	3,1%	3,3%	3,3%
Royaume-Uni	1,8%	1,0%	1,5%	1,8%
Russie	4,5%	3,4%	4,0%	3,7%
Turquie	15,5%	10,4%	9,9%	8,9%

partiellement, par quelques relocalisations industrielles provoquant des surcoûts : les marges sont donc sous pression, à moins d'augmenter les tarifs. Pour passer des hausses de prix, il faut toutefois que le pricing power, c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à imposer ses tarifs aux clients et aux fournisseurs, soit forte. Ceci n'est facile que si l'entreprise est en situation de monopole ou d'oligopole, mais la crise devrait plutôt intensifier la concurrence entre les sociétés et encourager des guerres de prix. Par ailleurs, les soutiens financiers des États facilitant la survie d'entreprises qui auraient dû faire faillite (entreprises dites zombies, car ne subsistant que grâce à des taux d'intérêts bas), des excès de production sont donc préservés sur la durée, limitant d'autant le risque de reprise de l'inflation. De plus, de nombreux secteurs ont de très importants stocks d'inventures, incitant plutôt à pratiquer des rabais importants sur les prix : automobile, textile... Enfin, depuis de très nombreuses années, et plus encore depuis l'effondrement du pétrole cette année, le prix des matières premières diminue tendanciellement, atténuant d'autant l'inflation due aux matières premières. Il nous semble donc qu'à ce stade l'inflation tendancielle ne devrait alors pas trop préoccuper les investisseurs.

Versement des coupons, distribution des dividendes et rachats d'actions incertains ?

L'évolution des rendements des obligations souveraines étant actuellement pilotée par les interventions des Banques centrales, ils devraient rester faibles et modérément versatiles. Pour l'investisseur, il convient en revanche d'être très attentif aux éventuels risques de défauts, voire de faillites, de certains émetteurs d'obligations privées. En effet, en dépit des soutiens des États (prêts garantis) et des Banques centrales (achats d'obligations d'entreprises en direct, ou bien au travers d'ETF obligataires pour limiter l'aléa moral), des secteurs tels que l'énergie, la distribution, l'automobile, les transports, les loisirs et l'hébergement font face à de très graves crises d'activité et de

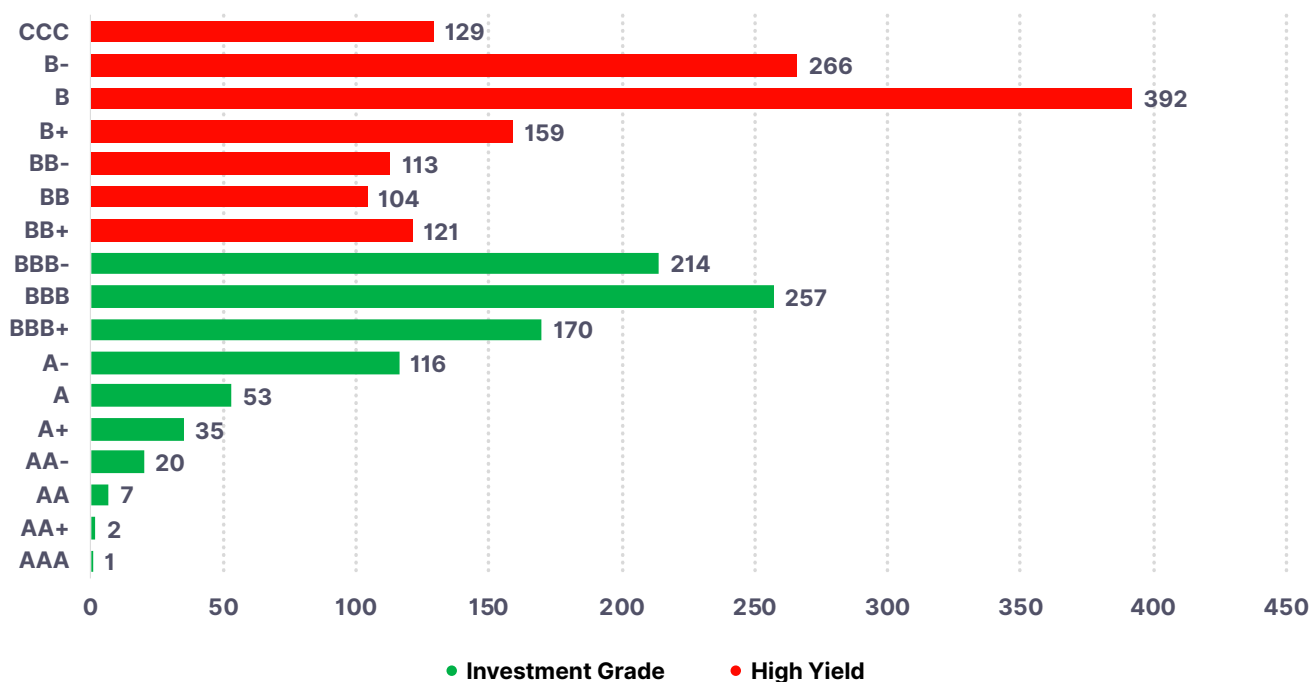
liquidités. Il convient donc d'être très sélectif quant au choix des entreprises ou des secteurs à qui l'on prête de l'argent, le rendement élevé ne protégeant pas nécessairement de l'intégralité du risque encouru. Les défauts de paiement sur les obligations à haut rendement, autrement dit des entreprises très fragilisées, pourraient aller de 12% à 18% selon les scénarios envisagés par l'agence de notation de crédit Moody's. Le rendement moyen actuellement associé à ces obligations High Yield, de 7,42% dans le monde, est-il alors suffisant ? De plus, devoir rembourser de tels taux d'intérêts alors que l'activité est très diminuée asphyxie ces sociétés sur la durée : leur modèle économique est donc à risque ! La priorité des entreprises étant de reconstituer leur trésorerie afin de survivre, les actionnaires doivent s'attendre à ce que les versements de dividendes et que les rachats d'actions soient amputés cette année et en 2021, voire suspendus temporairement. La société de gestion Janus Henderson, qui analyse les ¾ des entreprises cotées dans le monde, s'attend par exemple à un recul de 15% des dividendes cette année, ramenés à 1210 Mds \$.



Pour passer des hausses de prix, il faut toutefois que le pricing power, c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à imposer ses tarifs aux clients et aux fournisseurs, soit forte. Ceci n'est facile que si l'entreprise est en situation de monopole ou d'oligopole, mais la crise devrait plutôt intensifier la concurrence entre les sociétés et encourager des guerres de prix.

Répartition des entreprises européennes selon leurs notations de crédit

Sources : S&P Global, Moody's, Fitch, WeSave



Ce recul des distributions s'explique aussi par le fait que les États ont parfois conditionné leurs soutiens à une plus grande modération quant aux versements de dividendes, et que la pression des investisseurs socialement responsables pourrait inciter les dirigeants de sociétés à privilégier la préservation de l'emploi des salariés. Plus encore qu'à l'ordinaire, la trésorerie nette, et donc la solvabilité des entreprises, est aujourd'hui un critère particulièrement discriminant, tant sur les marchés obligataires que sur les actions, et il convient d'en tenir compte lors des allocations d'actifs.

Fusions et acquisitions et autres opérations financières ?

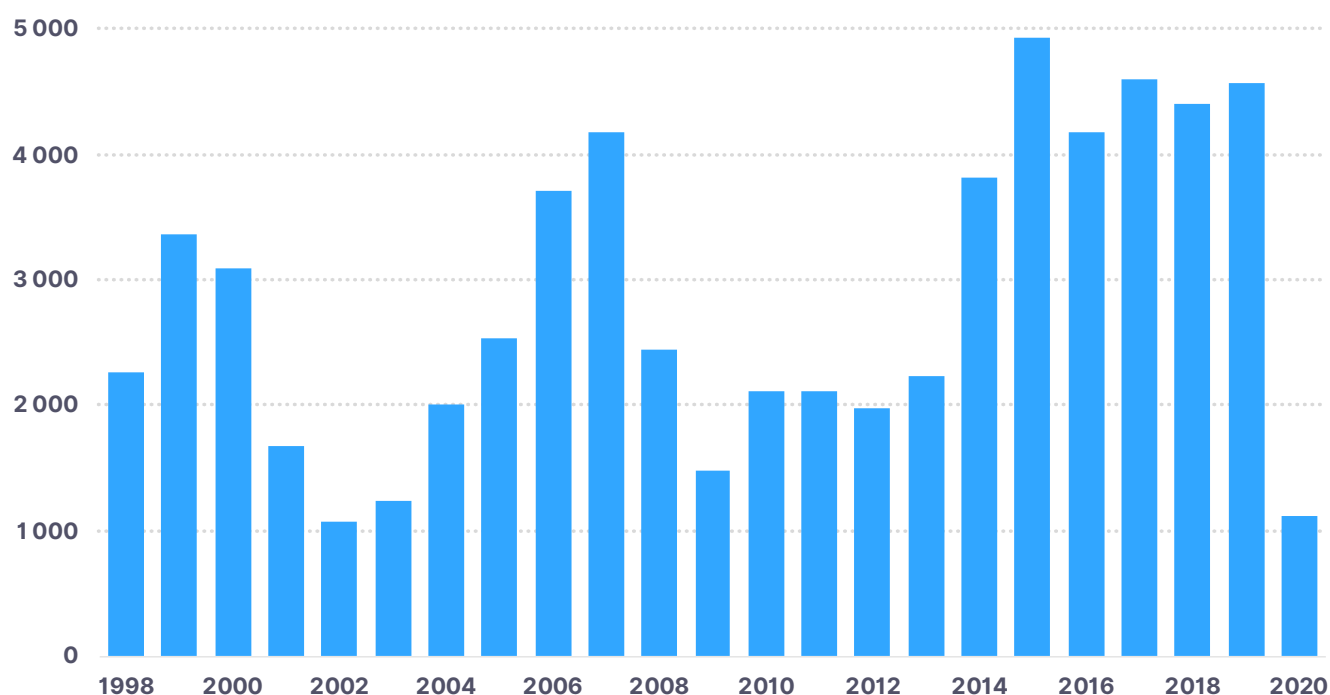
La crise du coronavirus pourrait encourager les États à se fixer de véritables politiques industrielles de long terme, rejoignant souvent en cela les préoccupations des thématiques socialement responsables (infrastructures, transition énergétique,

environnement...). Certains secteurs d'activité étant particulièrement malmenés, ou bien étant identifiés comme stratégiques par les États pour des motifs de souveraineté nationale, des soutiens spécifiques, voire des nationalisations sont à prévoir. Bien entendu, selon la forme que prendront ces interventions gouvernementales, les effets boursiers sur les classes d'actifs ne seront pas les mêmes. Des approches hybrides entre la dette et la détention du capital (i.e. des quasi-fonds propres) pourraient par exemple être envisagées. Une nationalisation totale, donc un retrait de la bourse, présente l'avantage de mettre en évidence des multiples de valorisation de la société, permettant aux investisseurs d'établir des comparaisons possibles avec des concurrents qui, eux, resteraient cotés.

Une nationalisation partielle contrarie en revanche généralement les investisseurs institutionnels, leur poids dans le capital et leur influence sur la destinée

Fusions et acquisitions dans le monde (en Mds \$)

Sources : Bloomberg, WeSave



de la société étant dilués, voire neutralisés dans le cas d'une Golden Share (action détenue par l'État, et lui donnant un droit de veto). Les États ayant besoin de capitaux pour financer leurs dérapages budgétaires, des privatisations pourraient également être envisagées, mais il est probable qu'ils attendent plutôt une fenêtre de valorisation boursière plus propice afin d'optimiser les prix de cession. Au-delà des possibles interventions des États, certaines entreprises pourraient vouloir se marier entre elles, ces rapprochements pouvant se faire par un paiement en cash ou bien par échange de titres. Certaines fusions seraient alors purement défensives (grossir pour gagner en pouvoir de négociation vis-à-vis des clients, des fournisseurs et des créanciers), d'autres étant au contraire offensives (achat d'une brique d'expertise manquante, internaliser certains approvisionnements stratégiques, diversifier ses activités...). Bien entendu, les entreprises souhaitant rester indépendantes pourraient aussi devoir procéder à des émissions

de dettes ou à des augmentations de capital pour assurer leur survie ou pour financer leurs plans d'investissements à venir. Les investisseurs doivent donc s'attendre à ce que de multiples opérations viennent régulièrement affecter les cours de bourse.

Valorisations ?

Les publications trimestrielles des entreprises en juillet et en août seront une fois encore catastrophiques, mais c'est déjà vers 2021, voire de 2022, qu'il faut tenter de se projeter, malgré les innombrables incertitudes pouvant intervenir d'ici là. A ces horizons, la reprise d'activité sera très forte, du fait notamment des effets de base particulièrement bas affichés cette année. En première approche, les multiples de chiffre d'affaires sur 2021 ne semblent pas exubérants. En revanche, les multiples de bénéfices projetés (i.e. les fameux Price - Earning Ratios) sont déjà supérieurs aux moyennes passées. Mais ces moyennes n'intègrent

pas plusieurs évolutions importantes. La première est l'assurance apportée par les Banques centrales que les taux d'intérêts resteront durablement bas. Autrement dit, le financement des États, mais aussi celui de la plupart des entreprises sera peu onéreux. Pour une entreprise, il est donc intéressant d'emprunter pour investir dès lors que la croissance des bénéfices futurs est plus forte que le coût de la dette.

Par ailleurs, la structure sectorielle des indices n'est pas stable dans le temps, ce qui signifie que l'on utilise des référentiels de valorisation du passé qui n'ont souvent plus grand chose à voir avec la composition actuelle des indices, et ces mêmes indices boursiers ne sont eux-mêmes pas forcément un bon reflet de l'économie réelle. Les différences de compositions d'indices expliquent par exemple les écarts persistants de valorisations entre indices européens et américains : la dynamique explosive des valeurs technologiques est hélas trop peu représentée en Europe ! Il ne faut donc surtout pas chercher à acheter mécaniquement ce qui n'est pas cher en apparence, car cela peut dissimuler l'extrême faiblesse de certaines entreprises, secteurs

d'activités ou zones géographiques ! Autrement dit, la visibilité et le momentum sont souvent bien plus importants que la seule valorisation instantanée, notamment lorsque le contexte est aussi confus que c'est le cas aujourd'hui. Il convient enfin de rester très attentif aux impacts directs et indirects des devises sur les supports d'investissements finalement retenus, mais aussi de conserver une allocation diversifiée afin de mutualiser les potentiels de hausse tout autant que les risques.

Par ailleurs, la structure sectorielle des indices n'est pas stable dans le temps, ce qui signifie que l'on utilise des référentiels de valorisation du passé qui n'ont souvent plus grand chose à voir avec la composition actuelle des indices

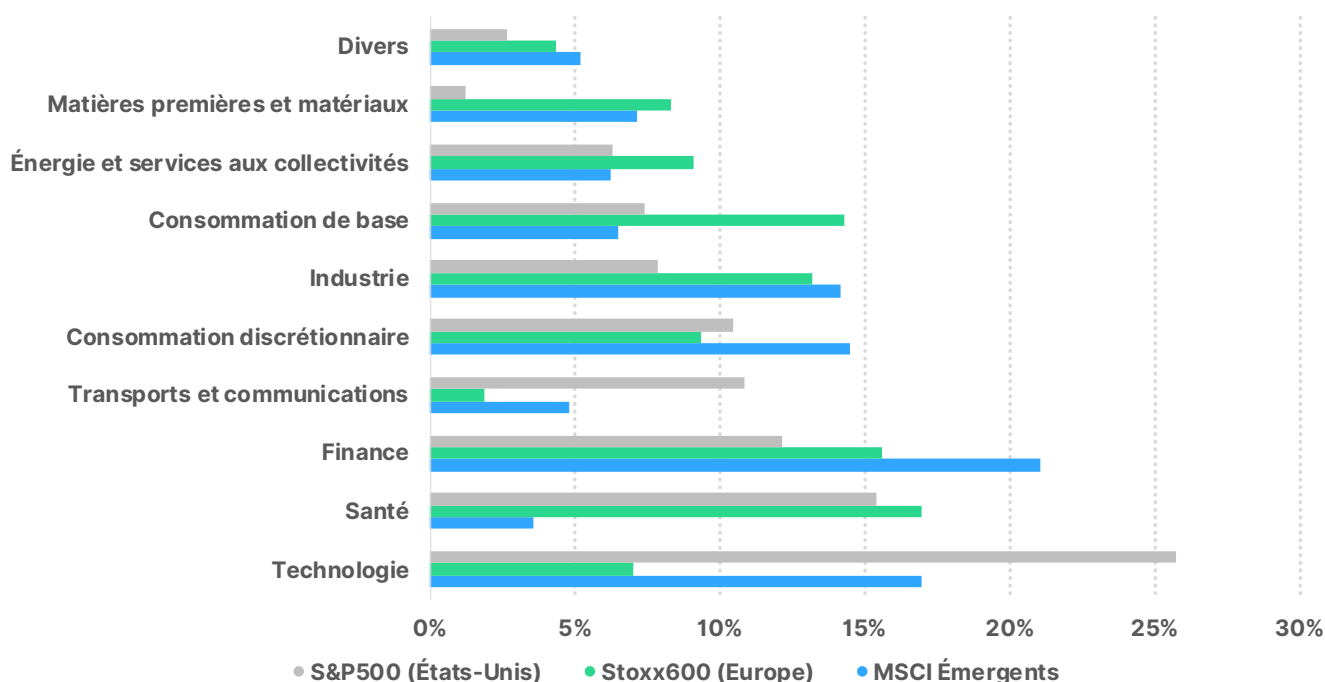
Indicateurs de valorisation des grands indices d'actions internationaux

Sources : Bloomberg, WeSave

	Prix / Ventes			Prix / Bénéfices			Rendement dividendes 2020
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
MSCI all world (Monde)	1,6	1,5	1,4	19,7	15,7	13,6	2,7
MSCI émergents (Émergents)	1,2	1,1	1,0	13,7	11,1	9,6	2,9
S&P 500 (États-Unis)	2,2	2,1	2,0	23,0	18,3	15,7	2,1
NASDAQ (États-Unis)	3,9	3,6	3,3	27,5	23,1	19,9	1,0
STOXX 600 (Europe)	1,2	1,2	1,1	18,6	14,3	12,3	3,8
CAC 40 (France)	1,1	1,0	0,9	18,6	13,6	11,4	3,6
DAX 30 (Allemagne)	0,8	0,8	0,8	16,9	12,4	10,6	4,0
FTSE 100 (Royaume-Uni)	1,2	1,0	1,0	18,4	12,8	10,7	5,2
NIKKEI 225 (Japon)	1,0	1,0	1,0	19,9	14,9	13,9	2,1
CSI 300 (Chine)	1,2	1,1	1,0	12,2	10,5	9,3	2,7

Répartitions sectorielles des grands indices actions

Sources : Bloomberg, WeSave



Synthèse de nos vues :

- Les obligations souveraines n'offrent plus de protection satisfaisante du fait de l'ampleur des émissions à venir.
- Les obligations d'entreprises solides doivent être privilégiées, les faillites pouvant frapper beaucoup d'entreprises notées High Yield.
- Les actions doivent être progressivement renforcées car, à l'horizon d'un an, elles devraient afficher de très fortes progressions de bénéfices.
- Les prix du pétrole restent dépendants du triptyque Arabie Saoudite - Russie - États Unis, les métaux industriels se redresseront,

et l'or servira d'actif refuge de diversification.

- Les émergents présentent d'importantes fragilités fondamentales persistantes nous incitant à leur préférer les investissements dans les pays développés.
- Le Dollar pourrait rester versatile, notamment du fait de l'incertitude quant à l'élection présidentielle en fin d'année.

Les équipes de WeSave restent à votre disposition pour vous accompagner dans vos divers projets financiers actuels ou à venir.

Macro Économie

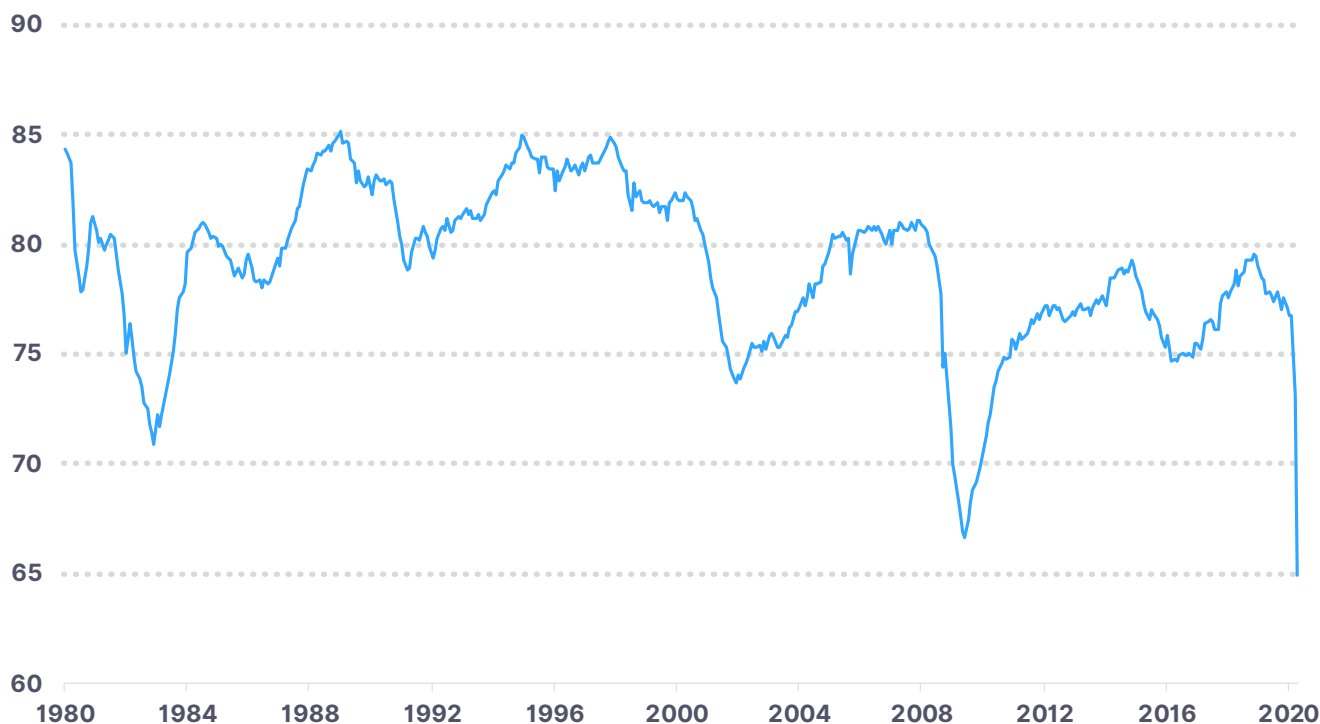
- Le taux d'utilisation des capacités est le ratio entre les moyens de production effectivement mobilisés pour produire rapporté à l'ensemble des capacités potentiellement disponibles.
- Le coronavirus ayant perturbé ou complètement interrompu la production de beaucoup d'entreprises américaines, ce ratio est logiquement tombé sur son plus bas historique : 64.9% en avril 2020.

Quelle conséquence pour les portefeuilles ?

Lorsque le taux d'utilisation des capacités de production est élevé, les entreprises ont alors un outil de production susceptible de ne plus pouvoir toujours satisfaire aux besoins des clients, c'est donc plutôt une incitation pour l'entreprise à investir afin de gagner en flexibilité. Réciproquement, lorsque cet indicateur est bas, l'entreprise peut patienter pour réaliser de nouveaux investissements. Avant même la crise du coronavirus, le taux d'utilisation des capacités avait baissé à 77% fin 2019 aux États-Unis. Ceci signifie que les éventuels plans de soutiens du gouvernement américain qui chercheraient à stimuler en priorité l'investissement pourraient être moins efficaces qu'espéré. Cet indicateur est donc intéressant à analyser partout dans le monde afin de déterminer la stratégie de relance à adopter.

Taux d'utilisation des capacités aux États-Unis (en %)

Sources: Bloomberg, WeSave



Marchés Financiers

- Au-delà de la recherche de gain en capital, les dividendes et les rachats d'actions contribuent beaucoup à motiver les investisseurs à investir sur les actions.
- Les dividendes récompensent la fidélité de l'actionnaire accompagnant le projet de long terme de l'entreprise.
- Les rachats d'actions par la société elle-même créent implicitement un effet de rareté sur les titres de l'entreprise, puisqu'il y en a alors moins en circulation en bourse.

Quelle conséquence pour les portefeuilles ?

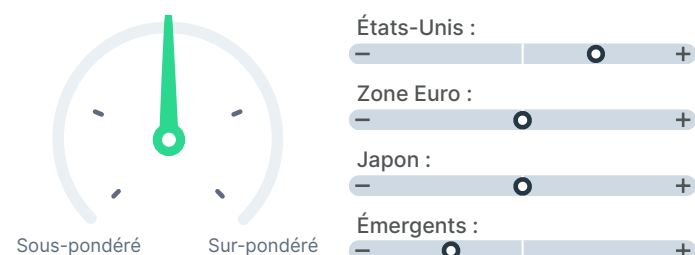
La crise du coronavirus a un effet important sur les stratégies des entreprises : elles donnent la priorité à la reconstitution de la trésorerie pour assurer leur survie. Les rachats d'actions et les versements de dividendes passent donc au second plan, risquant d'être réduits ou temporairement suspendus. Aux États-Unis, les rachats d'actions sont généralement intenses et souvent privilégiés dans les stratégies de retours aux actionnaires, la fiscalité s'y appliquant étant plus avantageuse. Les entreprises bénéficiant de disponibilités financières pourraient parfois vouloir utiliser ces capitaux pour acheter des concurrents affaiblis et faiblement valorisés. Les doutes des investisseurs quant à ces deux stratégies expliquent leur sous-performance atypique par rapport à la performance de l'indice global.

Indice des actions américaines et ses sous-segments privilégiant les versements de dividendes ou les rachats d'actions (Base 100 = 31/12/19)

Sources: Bloomberg, WeSave

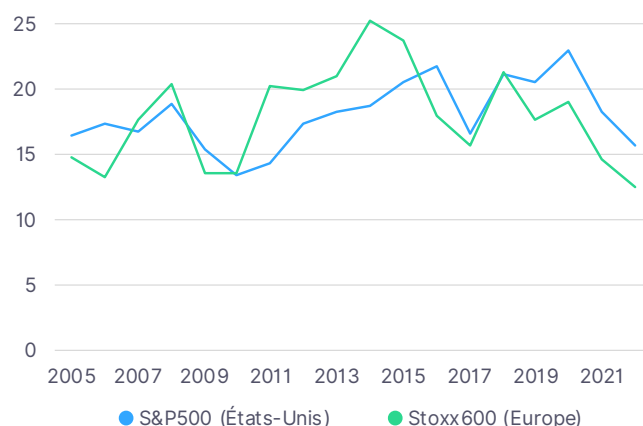


ACTIONS



En dépit de statistiques économiques mondiales catastrophiques, les marchés d'actions restent portés par les colossales injections de capitaux des États et des Banques centrales. De plus, quelques espoirs quant à d'éventuels traitements afin de lutter contre le coronavirus, et plus encore le déconfinement de la plupart des pays, donnent actuellement une dynamique plus positive aux marchés. Enfin, les allocations d'actifs de la plupart des investisseurs sont souvent trop défensives : il est alors stressant pour eux de ne pas profiter suffisamment de la hausse après avoir

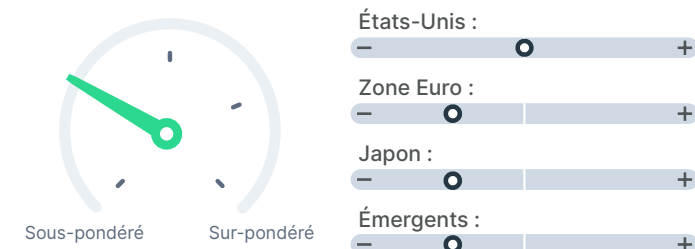
Rapport Prix / Bénéfices (PER)



Sources: Bloomberg, WeSave

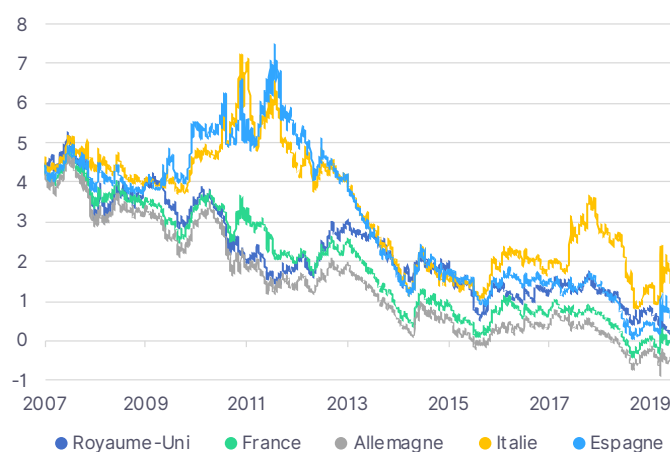
subi la baisse, ce qui explique certains flux acheteurs. Ces achats restent toutefois plutôt concentrés sur les thématiques offrant beaucoup de visibilité, témoignant des doutes persistants quant au rebond économique à venir. Nous conservons notre exposition neutre sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



En mai, le progressif regain d'appétit pour le risque des investisseurs s'est confirmé, les actions et matières premières poursuivant par exemple leur rebond. C'est pourquoi, en dépit de l'assurance offerte par les Banques centrales de financer les obligations émises par les États, ces dernières ont vu leurs rendements se tendre un peu, le besoin des investisseurs pour de la protection financière diminuant graduellement. De plus, certaines Banques centrales se portant désormais aussi acquéresses d'obligations d'entreprises, les investisseurs y voient le signe que les obligations d'entreprises, dont les rendements sont plus élevés

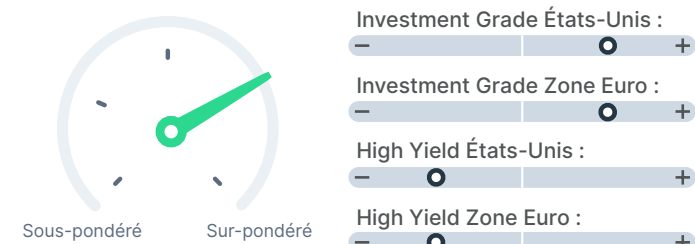
Rendement en % des obligations souveraines à 10 ans



Sources: Bloomberg, WeSave

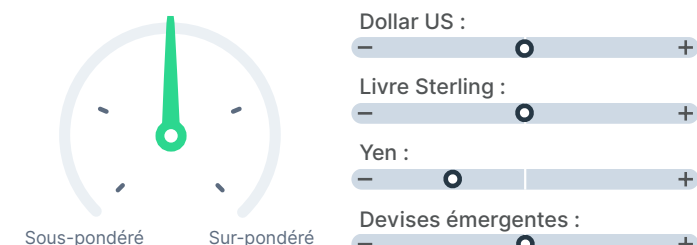
que ceux des États, offrent un rendement-risque plus attrayant. Des arbitrages entre catégories d'obligations sont donc probablement à l'œuvre dans les allocations d'actifs des investisseurs. Nous maintenons notre vue à sous-pondéré sur les obligations d'États.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



En mai, les rendements des obligations d'entreprises se sont fortement détendus, certaines Banques centrales ayant décidé de se porter acquéreur de ce type d'émetteurs dans le cadre de leurs quantitative easings. En dépit des importants risques de défauts de paiements existant sur les obligations High Yield (12% à 18% selon les scénarios élaborés par l'agence de notation Moody's), celles-ci ont beaucoup profité de cette tendance boursière favorable. Les levées de capitaux se multiplient actuellement, signe que les entreprises cherchent à sécuriser leurs trésoreries, mais aussi que les investisseurs ont de l'appétit

DEVISES



En mai, les devises réputées refuge (Dollar, Franc suisse, Yen) ont un peu reculé, l'appétit pour le risque des investisseurs progressant. L'Euro s'est apprécié en relatif suite au plan franco-allemand d'émettre 500 Mds € d'obligations à l'échelle européenne. Si ce projet devait effectivement aboutir, ce serait un très fort signal de solidarité entre pays membres, et une avancée majeure vers un plus grand fédéralisme européen. La question du Brexit devrait revenir en juin puisque le Royaume-Uni doit décider avant la fin du mois de la prolongation ou non du calendrier de discussions avec l'Union Européenne. Le regain

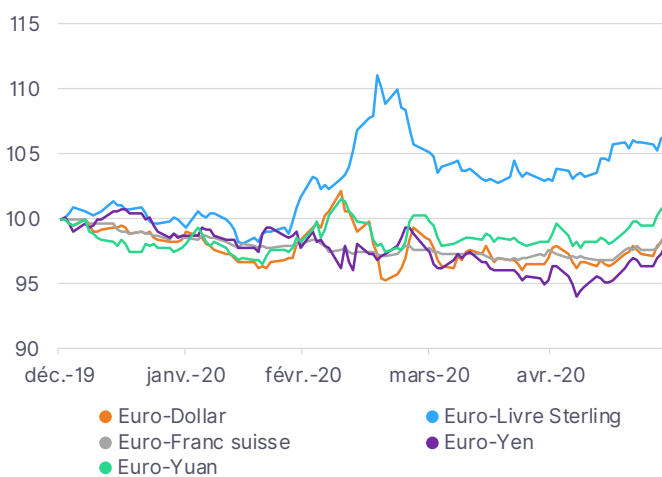
Écart de rendement entre les entreprises fragiles (High Yield) et solides (Investment Grade) américaines



Sources: Bloomberg, WeSave

pour ces obligations. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises solides car elles sortiront renforcées de cette crise, mais nous restons provisoirement à l'écart du High Yield en attendant de retrouver plus de visibilité.

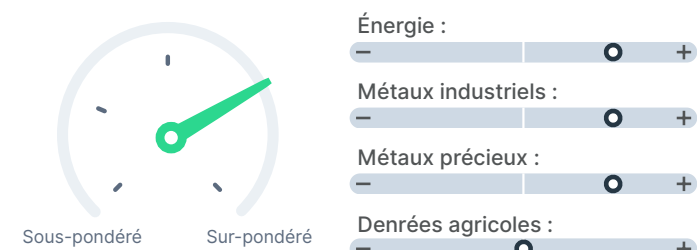
Évolution de l'Euro face à plusieurs grandes devises (Base 100 = 31/12/19)



Sources: Bloomberg, WeSave

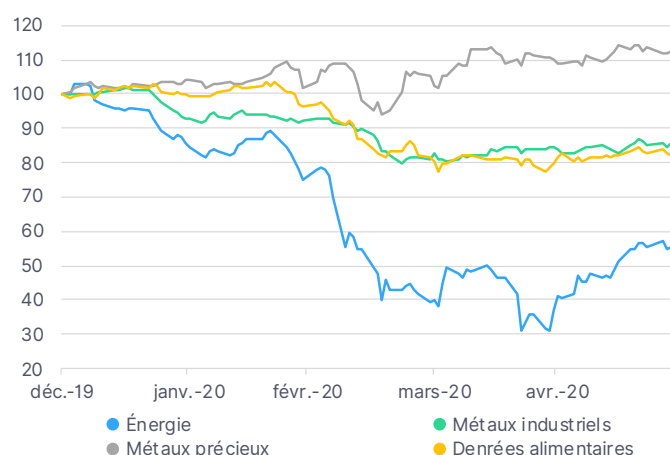
de tensions entre la Chine et les Etats-Unis doit être surveillé de près, la Chine pouvant être tentée de laisser chuter le Yuan pour gagner en compétitivité. La volatilité sur les devises doit être examinée de près du fait des très forts impacts sur les performances des actifs.

MATIÈRES PREMIÈRES



Après un mois d'avril historique pour le pétrole américain, ce dernier ayant fugitivement affiché des prix négatifs faute d'espaces de stockage pour une production alors bien trop excédentaire, s'en est suivi un rebond spectaculaire de +88% en mai ! Le déconfinement graduel des économies dans le monde a profité aux prix des métaux industriels, leur consommation par les diverses industries se normalisant progressivement. La reprise du commerce international a contribué à la légère hausse des prix sur les denrées agricoles. Après une forte progression due à des stratégies d'achat d'actifs de protection, les

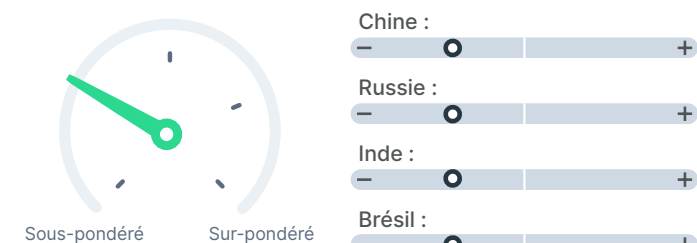
Performance des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/19)



Sources: Bloomberg, WeSave

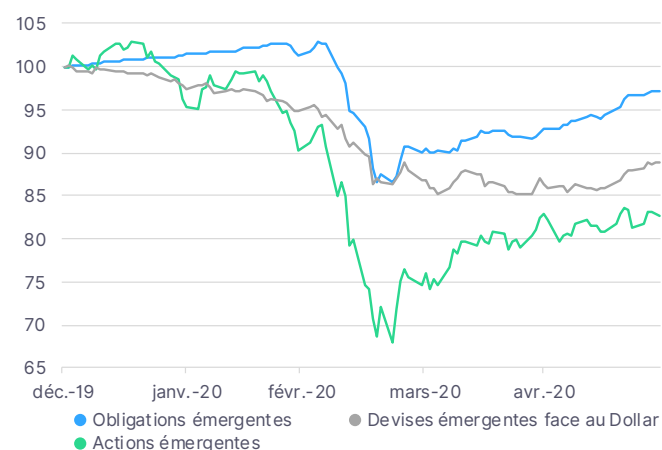
métaux précieux voient leurs cours se stabiliser un peu en mai. Nous maintenons notre surpondération sur les matières premières car le cycle économique sera tiré par les soutiens des États et des Banques centrales, et nous gardons l'or pour son caractère refuge.

ÉMERGENTS



En dépit du déconfinement progressif des pays dans le monde, la reprise du commerce international est graduelle, c'est pourquoi les actions des pays émergents restent en fort recul sur l'année. De plus, la capacité de ces pays à lever des capitaux pour limiter leur ralentissement économique est nettement moindre que celle des pays développés, c'est pourquoi leur reprise économique pourrait être décevante ou lente. Le retour de l'appétit pour le risque des investisseurs les incite à privilégier les obligations des zones émergentes, celles-ci étant désormais proches de l'équilibre. En mai, la bonne nouvelle pour

Performances comparées des actifs émergents en 2020 (Base 100 = 31/12/19)

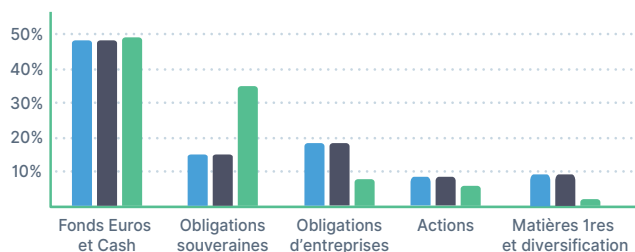


Sources: Bloomberg, WeSave

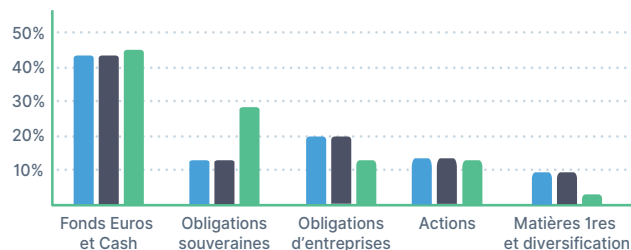
ces pays est le rebond de leurs devises face au Dollar, le coût de l'endettement s'allégeant lorsque l'emprunt est contracté en Dollar. Malgré des valorisations très faibles, le manque de visibilité quant aux émergents nous incite à sous-pondérer ces zones dans nos allocations.

Comparatifs d'allocations entre Mai 2020, Juin 2020 et la stratégie long terme. ■ Juin 2020 ■ Mai 2020 ■ Allocation long-terme

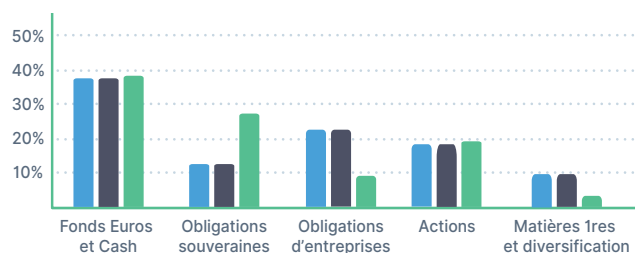
Profil 1 - Prudent



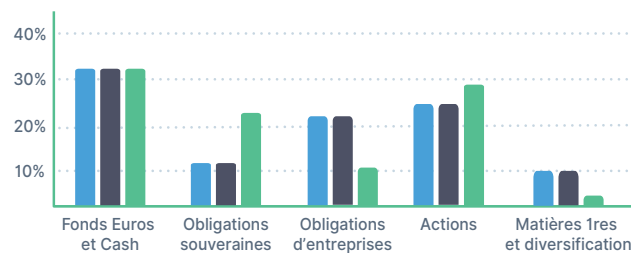
Profil 2 - Prudent



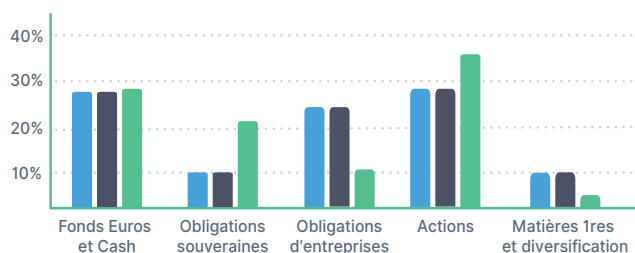
Profil 3 - Défensif



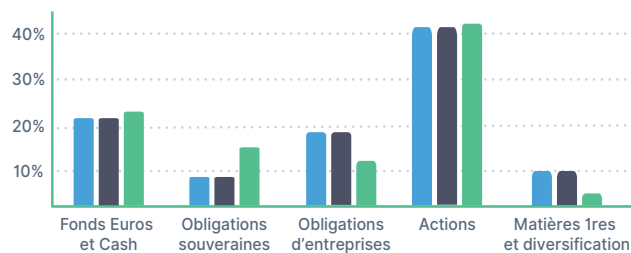
Profil 4 - Défensif



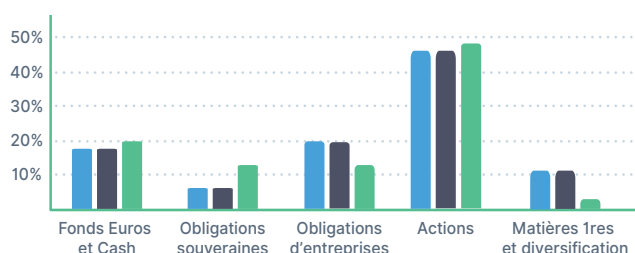
Profil 5 - Équilibré



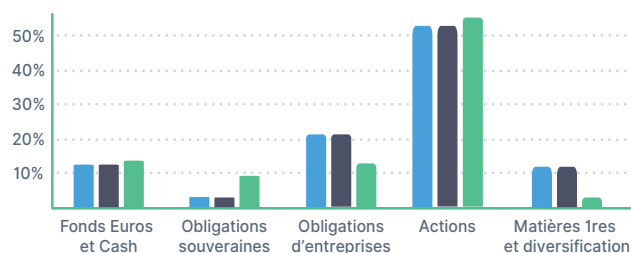
Profil 6 - Équilibré



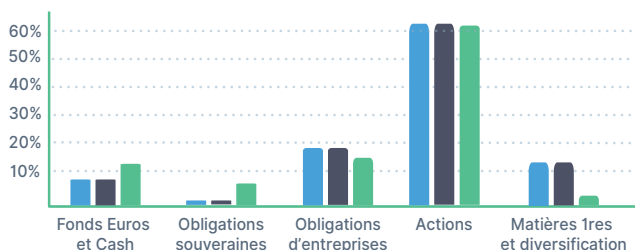
Profil 7 - Offensif



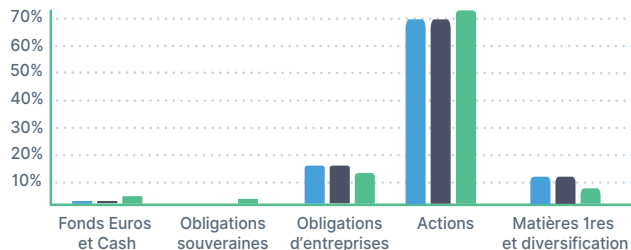
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Quand les frais détériorent la performance

L'équipe des conseillers WeSave

Olivia Ugo est conseillère en gestion de patrimoine chez WeSave. Persuadée que la gestion privée est en pleine mutation, elle décide de rejoindre WeSave pour participer à cette transformation. Pour elle, transparence, confiance et accompagnement sont primordiales.



Olivia Ugo
Conseillère en gestion de patrimoine

Tous les placements financiers (actions, obligations, fonds, OPCVM ...), qu'ils soient placés sur un PEA, un compte titres, une assurance-vie ou encore un contrat de capitalisation, sont associés à un certain nombre de frais. Ces frais viennent considérablement impacter la performance des différents placements.

Alors, quels sont ces frais et comment les limiter ?

Nous regarderons ici plus en détails les frais relatifs aux contrats d'assurance-vie et de capitalisation.

Les frais d'entrée ou de versement

Ces frais s'appliquent au versement initial, aux versements programmés, et à tout versement libre effectué sur vos contrats.

Ces frais peuvent aller jusqu'à 5% chez certains acteurs.

Vous n'avez pas encore commencé à faire fructifier votre argent que votre capital est déjà amoindri.

Par exemple, pour un investissement de 10 000€ sur un contrat d'assurance-vie proposant des frais d'entrée à 2%, seulement 9 800€ seront investis.

Si votre contrat réalise la première année une performance de 2%, vous n'aurez pas récupéré votre mise initiale.

Un contrat sans frais d'entrée ou de versement, comme c'est le cas chez WeSave, vous permet de bénéficier pleinement de la performance de votre contrat : vous n'avez pas à attendre de devoir "rentre dans vos frais".

Privilégier les contrats sans frais d'entrée ou de versements comme c'est le cas chez WeSave.

Les frais de gestion du contrat

Ces frais peuvent avoir un impact important sur la performance car il s'agit de frais récurrents. Ils servent à rémunérer l'assureur pour la gestion du contrat et sont proportionnels au montant confié.

Ces frais peuvent varier selon les supports d'investissements (fonds euros, OPCVM, OPCI...). Chez WeSave, ces frais sont de 0,6% de la valeur du contrat, que vos fonds soient placés en fonds euros ou en unités de comptes.

Bien regarder dans le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) du contrat le niveau des frais de gestion.

Les frais d'arbitrage

L'arbitrage définit l'action de vendre une partie (partielle ou totale) de votre contrat (séance de vente) pour ensuite investir cette somme sur des nouveaux supports (séance d'achat).

Dans un contrat multi supports en gestion libre ou en gestion conseillée vous pouvez donc changer la répartition de votre épargne entre les différents supports, pour modifier l'allocation géographique ou sectorielle par exemple.

Cependant, chez la plupart des acteurs, ces arbitrages ont un coût. Ils peuvent intervenir à chaque ré-allocation et prendre la forme d'un forfait fixe ou d'un pourcentage de l'opération.

Se renseigner sur les possibilités d'arbitrage et privilégier un contrat où ces derniers sont gratuits.

Gestion sous mandat

Dans un contrat multi supports en gestion déléguée, comme c'est le cas chez WeSave, vous déléguez la gestion de votre contrat à un professionnel de la finance qui prendra, pour votre compte, les décisions

de gestion et réalisera différents arbitrages.

Le travail réalisé par le gérant a bien évidemment un coût. Chez WeSave nous prélevons pour ce service des frais de 0,7% sur la partie gérée (partie du contrat en unités de comptes).

Ces frais peuvent prendre la forme d'une augmentation du pourcentage des frais de gestion, d'un forfait fixe ou d'un pourcentage de la performance réalisée.

Ces frais rémunèrent le travail du gérant. Attention, des frais indirects liés aux supports d'investissement pourront également vous être prélevés sur la part UC de vos contrats.

Les frais indirects

Une fois ces principaux frais détectés et réduits, vous ne devez pas baisser la garde. Une catégorie de frais passe souvent inaperçue, elle contribue pourtant en grande partie à grignoter votre performance.

Il s'agit des frais de gestion interne des fonds dans lesquels vos investissements sont réalisés.

Afin de mieux comprendre ces frais, il est important de faire la distinction entre un fonds dit classique ou actif (un OPCVM) et un fonds dit passif (un ETF ou tracker).

Un ETF va investir en répliquant de la façon la plus précise possible son indice de référence (CAC 40, SBF 250, MSCI Monde...). Il n'y aura pas, par exemple pour un ETF CAC 40, de choix à faire entre Total ou LVMH, l'investissement aura lieu sur les deux valeurs dans les mêmes proportions que le CAC 40. Ces fonds permettent de réduire considérablement les frais, il n'y a pas ou peu de gestion humaine derrière.

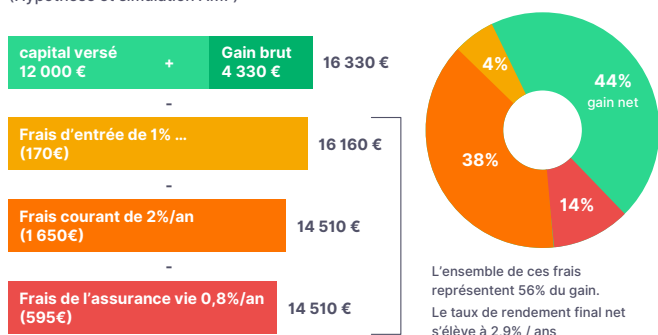
De l'autre côté nous avons les fonds dits actifs, les OPCVM. Ces fonds cherchent à faire mieux que leurs indices de référence. Par exemple un OPCVM Actions France, ne se contentera pas de répliquer le CAC 40 ou le SBF 250, il prendra par exemple des initiatives

dans les pondérations des valeurs ou dans la vente ou l'achat de celles-ci. Cette gestion est très coûteuse en recherche et en frais opérationnels, les frais de gestion sont donc beaucoup plus élevés.

Une étude de l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a montré qu'en moyenne entre 2015 et 2017 les frais des fonds ont réduit d'un quart leurs performances.

L'impact des frais sur 10 ans d'épargne (sur un fonds actions)

Exemple : 100€ versés chaque mois pendant 10ans. Rendement brut : 6%/an.
(Hypothèse et simulation AMF)



Il pourrait cependant être intéressant d'investir dans des fonds actifs si les gérants parvenaient à faire bien mieux que l'indice de référence, les frais seraient alors justifiés.

Cependant une étude menée par SPIVA a montré que 80% des gérants font moins bien que l'indice qu'ils essayent de battre. Les frais (généralement aux alentours de 2%) sont alors plus compliqués à justifier.

Warren Buffet, célèbre investisseur américain, a en 2008, effectué un pari de plus de 2 millions de dollars, sur le site longbets.org affirmant qu'au bout des dix années suivantes (1er janvier 2008 - 31 décembre 2017), les performances nettes de frais réalisées par les gérants de fonds actifs ne dépasseraient pas la performance du S&P 500 (indice des 500 entreprises américaines les plus importantes). Il a gagné son pari. Un investisseur aurait donc mieux fait en 2008 d'investir dans un ETF S&P 500 que dans un fonds actif ayant cet indice en référence.

Exemple sur les performances :

Le graphique ci-dessous compare à performance égale, sous l'hypothèse d'un rendement annuel de 6%, l'épargne atteinte sur un horizon de 20 ans entre WeSave et un acteur traditionnel avec un versement initial de 100 000 €. Au-delà des fluctuations de marchés, les frais uniquement peuvent avoir un impact colossal sur votre épargne à long terme. Sur le long terme, une différence de 110 567,07 € est notable sur la plus-value obtenue.



Les deux courbes obtenues sont le résultat d'hypothèses uniquement. Les performances hypothétiques ne sont pas un indicateur fiable pour les performances futures et ne représentent en aucun cas les performances atteintes par l'un de nos clients.

Vous pouvez dès à présent analyser la structure de vos frais directement depuis notre agrégateur WeSave conseil (conseil.wesave.fr). Nous sommes également bien évidemment disponibles chez WeSave pour échanger avec vous au sujet de vos différents contrats afin de vous aider à optimiser la structure des frais de vos contrats existants et futurs.

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



Contactez un conseiller au **01 80 49 70 00** ou par email à conseiller@wesave.fr

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

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.