

L'Éclaireur



Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
16 Points macro et marchés
18 Vues des actifs

21 Nos vues tactiques et stratégiques
22 Pour aller plus loin

L'éclairage du gérant septembre 2022

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

Court terme ou long terme ?

L'urgence de la situation commande celle de l'action. Pour les responsables politiques ou pour les banquiers centraux, l'agenda ne cesse de se raccourcir depuis des années, et le court terme l'emporte de plus en plus systématiquement sur le long terme. Ce changement de comportement ne doit pas être pris à la légère par l'investisseur, car la performance des actifs en bourse en dépend. Après un premier semestre particulièrement délicat sur les marchés financiers, que peut-on éventuellement attendre durant la fin de 2022 ou bien au-delà, et comment allouer ses capitaux en conséquence ?

Des décideurs politiques ... myopes ?

Les crises majeures se succédant depuis deux décennies (« subprimes », crise des dettes européennes, COVID, guerre en Ukraine), il est impossible pour nos dirigeants de se soustraire aux impératifs de l'actualité, d'autant que les médias et les réseaux sociaux exercent sur eux une pression constante. Afin d'apprécier à leur juste valeur l'actuel comportement atypique des actifs en bourse (cf. recul concomitant des obligations et des actions internationales), il convient de bien appréhender au préalable l'ampleur des tiraillements budgétaires et monétaires actuels.

Performances annuelles en % des actions et obligations internationales

Sources: Bloomberg, WeSave

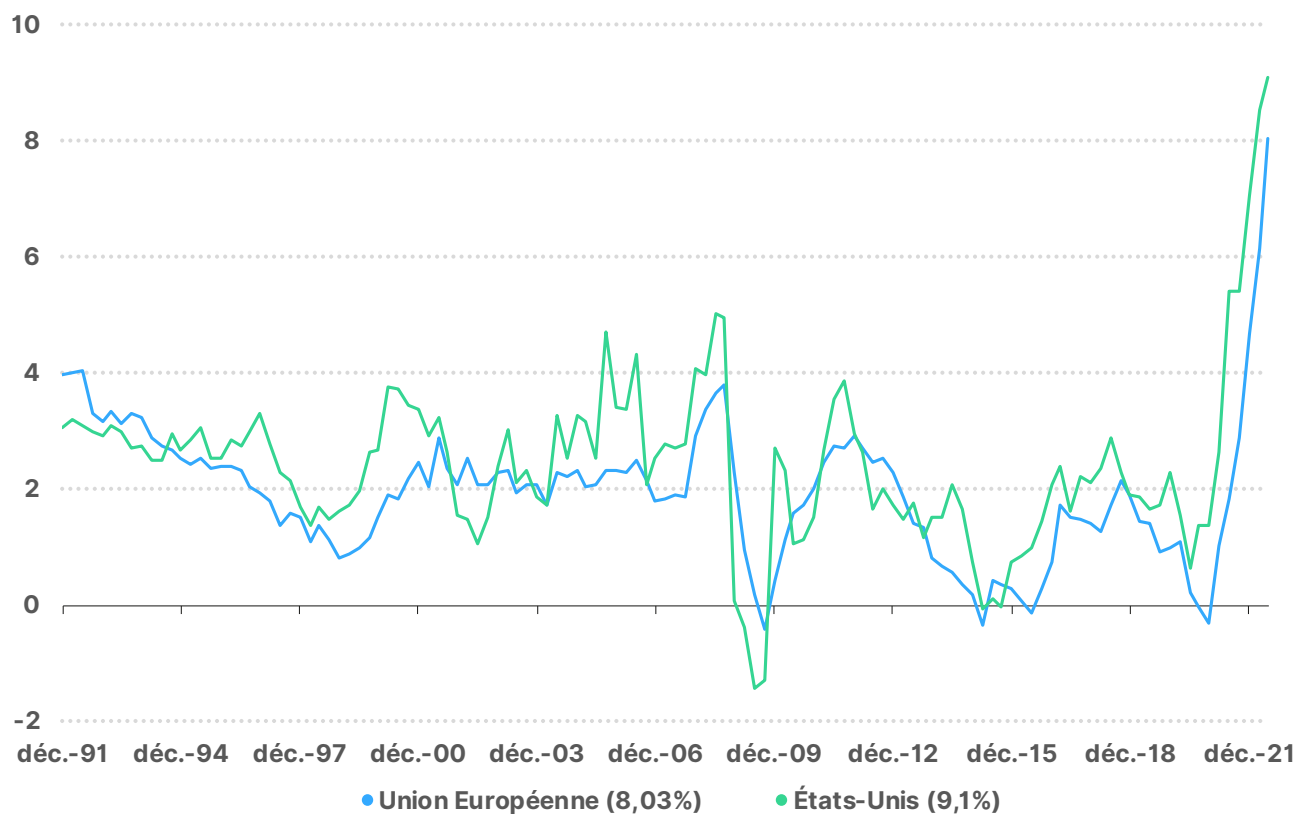
Année	Obligations	Actions	Actions ET obligations négatives
1991	16,04	16,92	
1992	5,80	-6,70	
1993	11,08	22,12	
1994	0,23	2,86	
1995	19,66	16,90	
1996	4,91	10,93	
1997	3,79	12,93	
1998	13,71	19,93	
1999	-5,17	25,00	
2000	3,18	-15,08	
2001	1,57	-17,26	
2002	16,53	-20,51	
2003	12,51	31,62	
2004	9,27	13,30	
2005	-4,49	8,83	
2006	6,64	18,78	
2007	9,48	9,64	
2008	4,79	-43,54	
2009	6,93	31,52	
2010	5,54	10,42	
2011	5,64	-9,42	
2012	4,32	13,44	
2013	-2,60	20,25	
2014	0,59	2,10	
2015	-3,15	-4,26	X
2016	2,09	5,63	
2017	7,39	21,62	
2018	-1,20	-11,18	X
2019	6,84	24,05	
2020	9,20	14,34	
2021	-4,71	16,80	
2022	-15,55	-18,79	X

Étant élus, les dirigeants politiques doivent régulièrement rendre des comptes aux électeurs. À l'évidence, la priorité des citoyens du monde entier est aujourd'hui la détérioration de leur pouvoir d'achat, et malheur à tout gouvernement ne s'en préoccupant pas assez. L'exemple du Sri Lanka prouve qu'après les confinements et les divers sacrifices liés à la COVID, la population peut vite perdre patience et renverser le pouvoir en place. Lorsque les marges de manœuvre budgétaire le permettent, deux stratégies s'offrent généralement aux dirigeants des pays pour tenter de faire face à un rythme d'inflation inédit depuis 40 ans : bloquer partiellement certains prix, ou bien compenser la perte de pouvoir d'achat par le versement de « chèques ». Mais chacune de ces options présente des avantages et des inconvénients très variables selon l'horizon de temps d'observation adopté.

Étant élus, les dirigeants politiques doivent régulièrement rendre des comptes aux électeurs. À l'évidence, la priorité des citoyens du monde entier est aujourd'hui la détérioration de leur pouvoir d'achat, et malheur à tout gouvernement ne s'en préoccupant pas assez.

Indice des prix à la consommation (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave

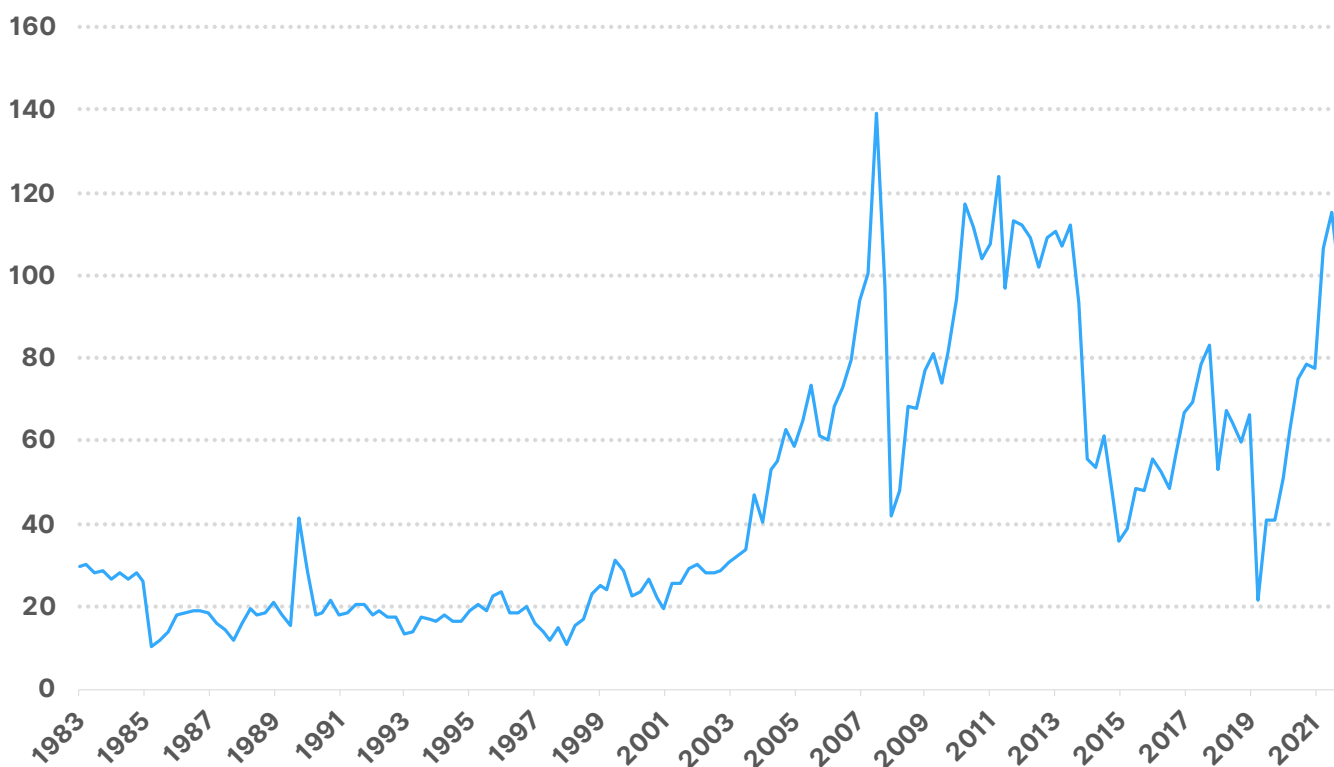


Certains prix peuvent aisément être bloqués par décision réglementaire, ou bien encore faire l'objet d'une prise en charge budgétaire partielle (cf. rabais sur les prix de l'essence en France par exemple). Cette réponse de court terme des États atténue évidemment le risque de troubles sociaux, mais est-il pour autant légitime de traiter tous les citoyens ou tous les secteurs économiques de la même manière (cf. poids cumulé de l'énergie et de l'alimentation dans le budget des plus défavorisés, ou bien sensibilité exacerbée de certains secteurs économiques à quelques prix spécifiques) ? Au demeurant, la justice économique n'est pas nécessairement synonyme de justesse économique ! Ainsi, l'objectif de long terme des États de parvenir à un meilleur respect des ressources de la planète passe par un effort collectif de sobriété et de réduction des quantités consommées mais, si les produits sont subventionnés et que le « message-prix » est faussé vers le bas, l'incitation à restreindre les quantités

diminue d'autant. Lorsqu'il s'agit plus spécifiquement de produits énergétiques, modérer artificiellement leur prix signifie retarder l'indispensable marche vers la transition énergétique, et entretient sur la durée des discutables transferts de richesse vers des pays producteurs d'énergies polluantes, dont la Russie par exemple ! Subventionner ou bien bloquer certains prix permet toutefois de limiter le risque de voir les ménages anticiper des prix futurs structurellement bien plus élevés et être incités à réclamer de ce fait d'importantes augmentations de salaires, et permet donc d'échapper à une possible spirale infernale « prix-salaires ». Élément très important, car une structure de coûts modérés est le gage d'une bonne compétitivité des entreprises du pays sur la durée, donc de la tonicité et de la résilience de la croissance nationale future (cf. investissements et emplois) et des rentrées fiscales qui y sont attachées !

Prix du pétrole (Brent, en \$)

Sources : Bloomberg, WeSave

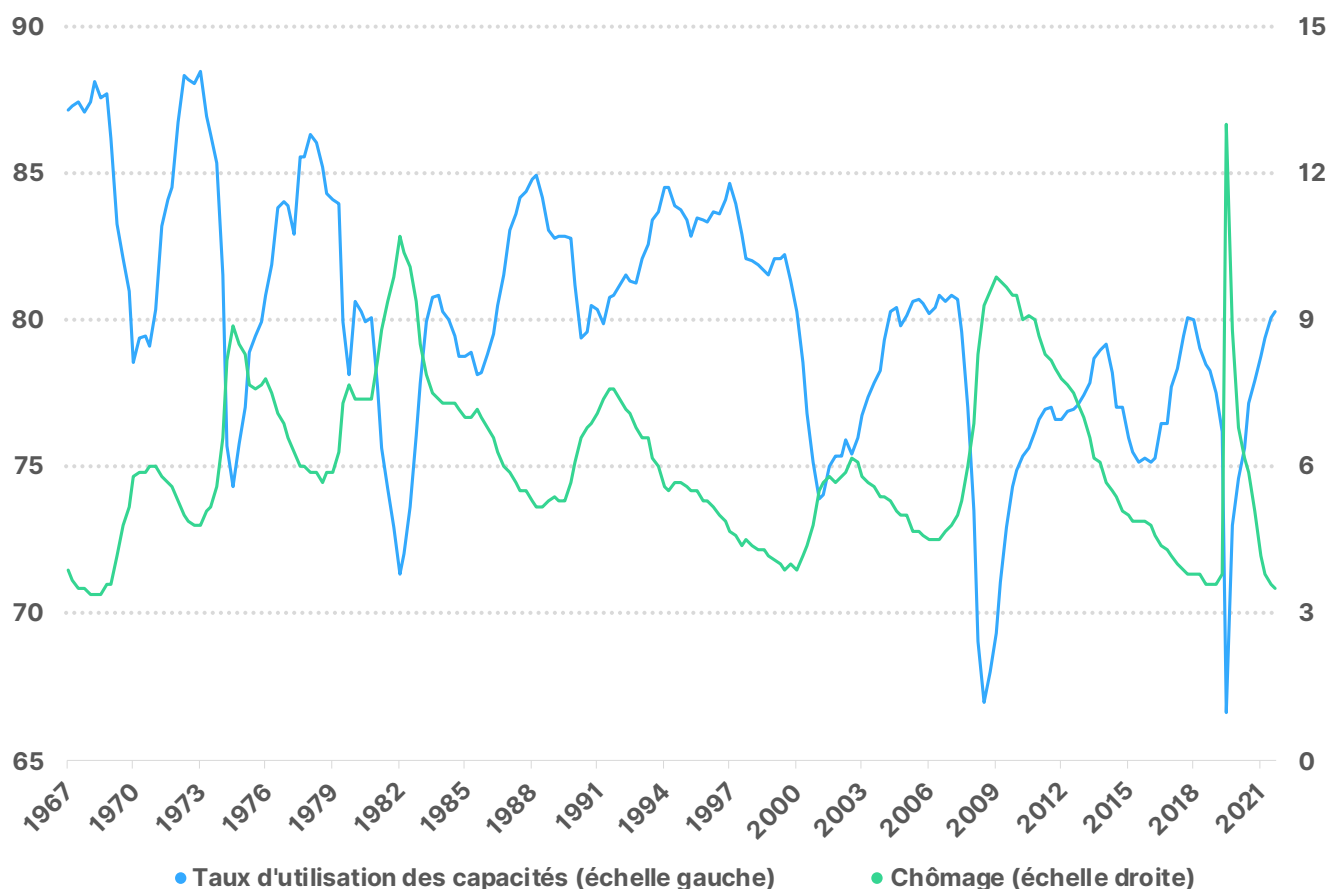


Lorsque les États préfèrent en revanche verser après coup un chèque pour compenser la perte de pouvoir d'achat des ménages ou des entreprises, le « message-prix » reste alors effectif, ce qui est certainement une bonne chose pour les efforts de sobriété de long terme et pour la transition énergétique. Par ailleurs, le maintien de prix élevés soutient mécaniquement le chiffre d'affaires des entreprises et cette dynamique les encourage généralement à investir encore plus dans leur outil de production, à condition toutefois que leurs marges bénéficiaires restent satisfaisantes. Dans cette hypothèse, c'est alors une bonne nouvelle pour la croissance économique, mais également pour la lutte contre l'inflation, une part très importante des hausses de prix s'expliquant aujourd'hui par l'incapacité des entreprises à répondre à l'ampleur de la demande,

faute de capacités de production disponibles. Toutefois, si les chèques de compensation versés par les États sont prioritairement alloués aux ménages, notamment pour des motivations électorales, l'effet est alors surtout de conforter leur solvabilité et, en perpétuant le déséquilibre entre l'offre et la demande de biens et de services, on entretient aussi l'inflation ! De plus, cette stratégie fortifie la croyance en un État aux ressources financières inépuisables, le « quoi qu'il en coûte » permanent, alors qu'en réalité ce sont des impôts futurs qui devront combler les dépenses budgétaires engagées aujourd'hui, d'où la question de la soutenabilité de la dette sur la durée et des générations sur qui pèsera finalement ce fardeau ... le risque de tensions sociales n'est donc pas pour autant éliminé !

Taux d'utilisation des capacités de production et chômage aux États-Unis (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Des banquiers centraux ... naviguant à vue ?

Les défis de long terme devraient guider les choix budgétaires de nos dirigeants politiques : la sécurité nationale, la santé publique, l'indépendance énergétique, l'environnement, la numérisation des économies, l'éducation, les défis démographiques, les inégalités... Ces divers objectifs sont toutefois désormais, hélas, souvent difficilement compatibles avec l'urgence des crises qu'il faut résoudre à court terme, ou bien encore avec l'état des budgets et des dettes des pays. C'est pourquoi les banquiers centraux ont été systématiquement sollicités pour appuyer leurs gouvernements au travers de politiques monétaires particulièrement accommodantes. Mais les Banques centrales sont désormais elles-mêmes

prises en tenaille entre des objectifs contradictoires et par la pression du court terme.



Les défis de long terme devraient guider les choix budgétaires de nos dirigeants politiques : la sécurité nationale, la santé publique, l'indépendance énergétique, l'environnement, la numérisation des économies, l'éducation, les défis démographiques, les inégalités...

Dette / PIB (en %) d'une sélection de pays

Sources : Bloomberg, WeSave

Pays	Dette/PIB	Pays	Dette/PIB	Pays	Dette/PIB
Afrique Du Sud	69,9	Corée Du Sud	42,6	Mexique	52,1
Allemagne	69,3	Espagne	118	Pays-Bas	52,1
Arabie Saoudite	32,5	États-Unis	137	Royaume-Uni	95,9
Argentine	80,5	France	113	Russie	18,2
Australie	24,8	Inde	73,95	Singapour	131
Brésil	88,8	Indonésie	38,5	Suisse	41,4
Canada	118	Italie	151	Turquie	42
Chine	66,8	Japon	266	Zone Euro	95,6

Depuis des décennies, le contexte était celui d'une inflation modérée à travers le monde, notamment parce que la mondialisation à outrance facilitait l'accès aux matières premières, aux composants, aux biens industriels, aux employés qualifiés... et que cette abondance de tout encourageait les entreprises à se concentrer sur l'optimisation de leurs coûts. La crise de la COVID et la guerre en Ukraine ayant révélé d'importantes vulnérabilités des États et des entreprises, leur priorité devient désormais la sécurisation des approvisionnements (diversification, relocalisation, internalisation...) et la gestion des diverses pénuries potentielles. Lorsque l'économie bascule brutalement de l'abondance vers la pénurie, les prix sont alors nécessairement la variable d'ajustement à la hausse avec, en corollaire, l'intensification des inégalités d'accès à ces biens et services et des tensions sociales. Se pose aujourd'hui la question pour les banquiers centraux d'apprécier si ces situations de pénurie sont temporaires ou bien durables, car la réponse de politique monétaire à mettre en œuvre n'est alors pas la même.

À cette première difficulté s'en ajoute une seconde, majeure : les prévisions de croissance économique et d'inflation sont actuellement COMPLÈTEMENT faussées par les conséquences persistantes de la COVID et de la guerre en Ukraine. Ceci explique en grande partie la réaction très tardive des banquiers centraux face à l'inflation en cours, mais aussi leur dépendance inédite, bien que désormais assumée, aux statistiques tombant au jour le jour (i.e. la « data dependance »). Par nécessité, la politique monétaire n'est en effet désormais souvent plus pré-annoncée comme c'était le cas jusqu'alors, pour laisser place au pragmatisme et au discrétionnaire : le pilotage des anticipations de marché (i.e. la « forward guidance ») est suspendu ! Les modèles économétriques étant complètement dépassés par la complexité de l'actuel contexte, les banquiers centraux doivent naviguer à vue alors qu'on attend plutôt d'eux habituellement de savoir maintenir un cap de long terme. Ce facteur est très important pour les marchés financiers car, si la compétence et la crédibilité des banquiers centraux

est débattue, l'efficacité de leurs paroles et de leurs actes est dégradée et la volatilité des actifs en bourse accentuée. Depuis un an, les investisseurs considéraient généralement que la plupart des banquiers centraux sous-estimaient l'ampleur de l'inflation à venir et que leurs réactions étaient donc très en deçà de ce qui aurait été nécessaire... au vu de l'évolution des statistiques, ils avaient à l'évidence raison ! Les anticipations d'inflation de long terme ne dérapant toutefois pas significativement, voire diminuant de nouveau depuis le début de l'été, les banquiers centraux n'ont pour autant pas forcément perdu toute leur crédibilité. Mais, si l'hypothèse d'une inflation en fin de compte provisoire reste plausible, il pourrait être nécessaire d'en passer par une phase DÉLIBÉRÉE de récession économique, provoquée notamment par un durcissement monétaire intentionnellement excessif !

Lorsque l'économie bascule brutalement de l'abondance vers la pénurie, les prix sont alors nécessairement la variable d'ajustement à la hausse avec, en corollaire, l'intensification des inégalités d'accès à ces biens et services et des tensions sociales. Se pose aujourd'hui la question pour les banquiers centraux d'apprécier si ces situations de pénurie sont temporaires ou bien durables, car la réponse de politique monétaire à mettre en œuvre n'est alors pas la même.

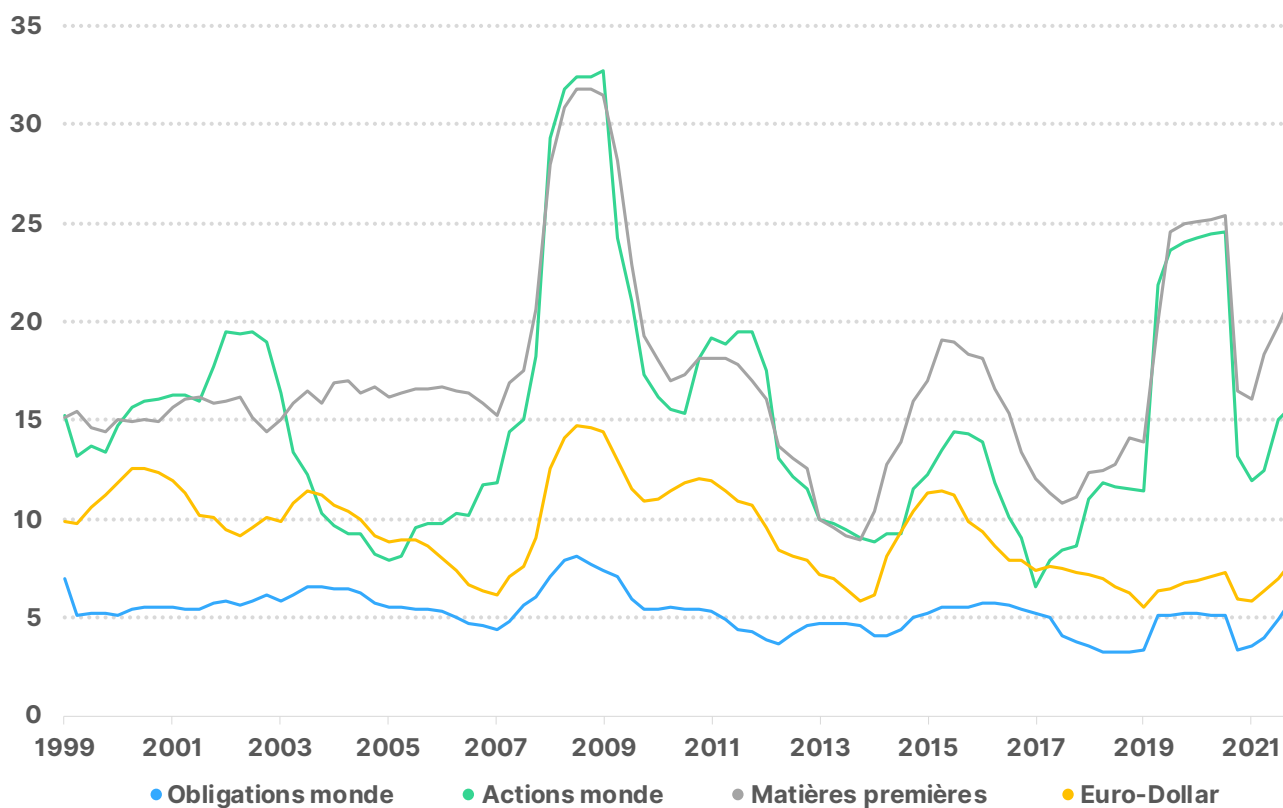
Évolutions des prévisions de croissance économique par le FMI pour l'année 2022 :

Sources : FMI, WeSave

	Décembre 2021 (1)	Avril 2022 (2)	Juillet 2022 (3)	Variation		
				(2)-(1)	(3)-(2)	(3)-(1)
Monde	4,9%	3,6%	3,2%	-1,3%	-0,4%	-1,7%
États-Unis	5,2%	3,7%	2,3%	-1,5%	-1,4%	-2,9%
Zone Euro	4,3%	2,8%	2,6%	-1,5%	-0,2%	-1,7%
Chine	5,6%	4,4%	3,3%	-1,2%	-1,1%	-2,3%

Volatilité à 360 jours

Sources : Bloomberg, WeSave

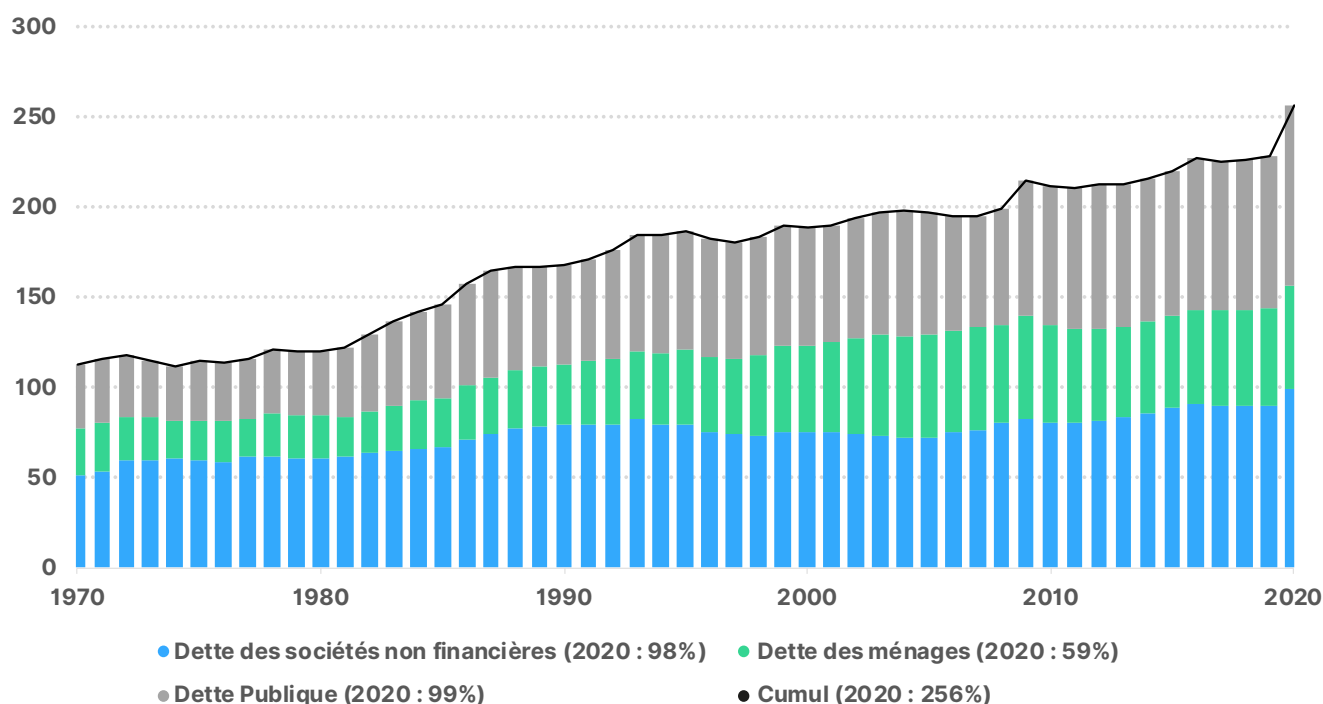


Stabiliser ou juguler l'inflation en durcissant les conditions de financement des agents économiques est la stratégie de base de tout banquier central, mais la situation est aujourd'hui bien plus complexe qu'à l'ordinaire. Tout d'abord, la sensibilité des agents économiques aux hausses de taux d'intérêt est bien plus forte que d'habitude, les niveaux d'endettement n'ayant cessé de croître, notamment du fait de la COVID. Au-delà des niveaux de taux d'intérêt, pour que les charges de dettes restent soutenables, il faut aussi que la croissance économique reste satisfaisante : ainsi, les Banques centrales ne peuvent pas se permettre de provoquer une récession économique trop prononcée ou durable. Par ailleurs, les États et les entreprises ont tous deux besoin de taux d'intérêts réels durablement modérés pour parvenir à effectuer durant les prochaines décennies les investissements incontournables dans l'environnement, la sécurité, le sanitaire... limitant là encore les possibilités de durcissements monétaires. De plus, les valorisations

de l'immobilier et des marchés financiers étant très sensibles au niveau des taux d'intérêts, une action mal dosée des banquiers centraux pourrait avoir des conséquences catastrophiques sur les patrimoines et sur la solvabilité des agents économiques, tout comme cela pourrait aussi déstabiliser le financement des retraites... Les banquiers centraux ne veulent certainement pas être tenus pour responsables d'une nouvelle crise financière majeure par excès de zèle dans leur lutte contre l'inflation ! Enfin, les fluctuations respectives des devises, elles-mêmes liées au timing et à l'ampleur des durcissements monétaires en cours, peuvent être la cause d'une inflation importée... c'est pourquoi une meilleure coordination ou synchronisation des politiques monétaires serait souhaitable. Espérons que l'assemblée annuelle des banquiers centraux qui vient de se tenir à Jackson Hole, aux États-Unis, ait pu précisément favoriser ces échanges et encourager une meilleure coordination à venir entre les Banques centrales !

Ventilation de la dette totale dans le monde (en % du PIB)

Sources : FMI, WeSave



Des investisseurs ... désorientés ?

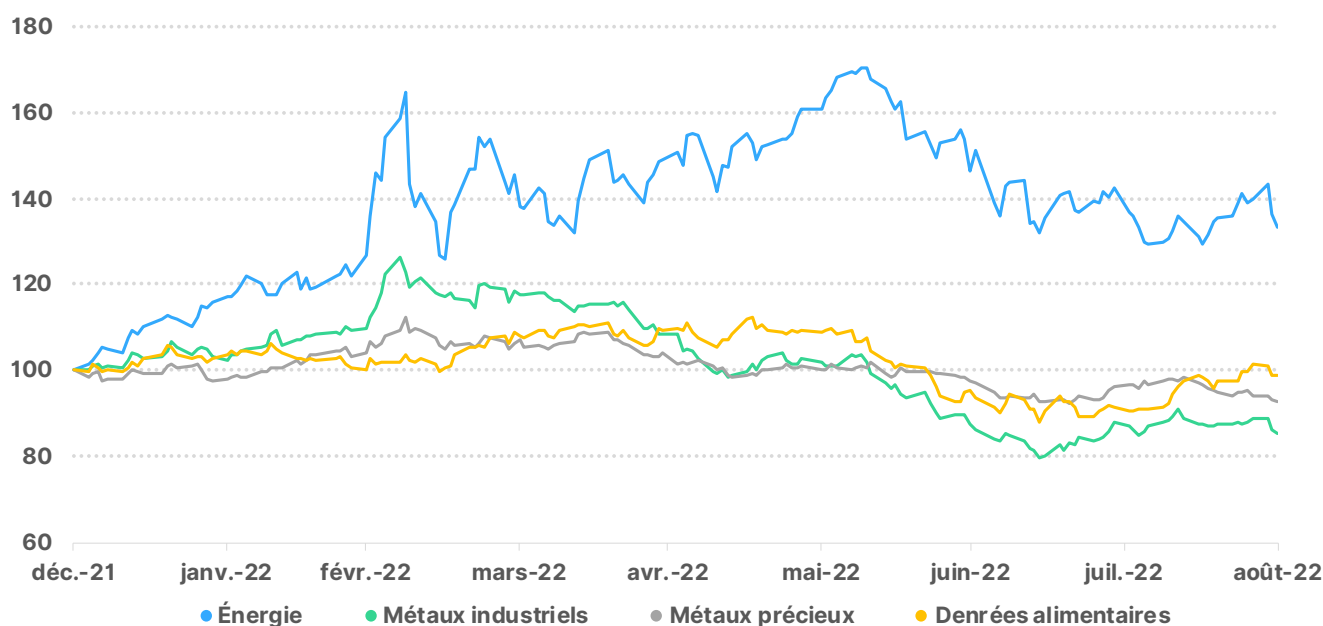
Aujourd'hui, les investisseurs cherchent à allouer leurs capitaux alors que les deux principaux « influenceurs » des marchés financiers que sont les dirigeants politiques et les banquiers centraux, sont eux-mêmes déstabilisés et plutôt focalisés sur des objectifs de court terme. Il n'est alors pas surprenant de constater que la volatilité des actifs financiers soit parfois très forte, et d'observer une apparente inconstance dans les thèmes d'investissement favorisés. Pourtant, en analysant de plus près le comportement des actifs en bourse, les allocations d'actifs pourraient avoir une plus forte cohérence et un horizon souvent plus long qu'il n'y paraît.

La première ligne directrice des investisseurs est celle d'un contexte devant être DURABLEMENT plus inflationniste qu'auparavant (cf. transition énergétique coûteuse, des pénuries structurelles de

matières premières faute de capacités de production suffisantes, les relocalisations de production avec une main d'œuvre plus onéreuse...). Si l'inflation est vouée à être plus forte, l'investisseur devra impérativement être plus exigeant quant à la performance réelle (donc retraitée de l'inflation) de ses placements, sous peine de perdre du pouvoir d'achat sur la durée. Les matières premières étant les plus en amont dans le cycle de production, ce sont spontanément des protections judicieuses contre l'inflation, et le conflit en Ukraine n'a fait qu'intensifier leur attrait en début d'année. C'est cette même attention portée aux rendements RÉELS qui explique pourquoi les principaux segments obligataires se sont en revanche très mal comportés durant la première partie de l'année, et ceci sans discrimination particulière quant à la solvabilité de l'emprunteur. En effet, pourquoi prêter des capitaux à des entreprises ou bien à des États si la rémunération obtenue est très inférieure à l'inflation, et plus encore si le durcissement de politique monétaire par les Banques centrales pèse sur leurs performances ou bien sur la solvabilité à terme des émetteurs de ces emprunts ?

Performance des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/21)

Sources : Bloomberg, WeSave



Le second fil directeur des allocations d'actifs a été la prise en compte, avec des intensités très variables durant l'année, du tassement de la croissance économique. En premier lieu, les effets de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et sur leur consommation, ou bien encore sur les marges bénéficiaires des entreprises et sur leur investissement, ne pouvaient qu'inquiéter les investisseurs. De plus, la guerre en Ukraine, tout comme l'incapacité de la Chine à sortir par le haut de la crise de la COVID, amputent aussi la croissance. Enfin, les politiques monétaires désormais restrictives des Banques centrales ont pour effet de renchérir le coût d'emprunt des agents économiques et affectent la croissance. Ces divers vents contraires sur la croissance, mais aussi les difficultés spécifiques de la Chine (cf. Immobilier), expliquent pourquoi les prix des matières premières n'ont pu maintenir leurs progressions, hormis l'énergie ! Les actions ont, pour leur part, logiquement souffert de la décélération économique en cours, mais ce sont surtout les rotations successives de styles de gestion ou bien de secteurs privilégiés ou écartés qui ont offert un éclairage instructif sur la perception du contexte par les investisseurs. Les valeurs à forte croissance (technologiques, luxe...) ont d'abord été réduites dans les allocations au profit des entreprises réputées décotées (bancaires, télécoms, services collectifs...), ceci du fait de l'impact différencié de la remontée des taux d'intérêts sur ces sociétés. Il s'agissait donc, durant cette première phase de l'année, d'un rééquilibrage essentiellement « mécanique » des valorisations boursières respectives entre entreprises ou entre secteurs d'activités ! Ce mouvement s'est toutefois vite interrompu suite au déclenchement de la guerre en Ukraine, les thématiques cycliques au sein du groupe des actions décotées perdant logiquement leur momentum acheteur, d'où leur brutal reflux suite à cet événement. Depuis la mi-juin, les investisseurs ont franchi un cap additionnel, mais paradoxalement plus favorable aux actions : étant convaincus qu'une récession est désormais le scénario le plus probable durant les prochains trimestres, ils anticipent désormais que les Banques centrales n'auront plus

besoin de durcir significativement leurs politiques monétaires au-delà de ce qui est déjà prévu (des taux directeurs cible vers 3,75% aux États-Unis ou bien autour de 1,5%-1,75% pour la BCE fin 2022 ?). C'est pourquoi les obligations ont retrouvé un peu d'attrait relatif en tant qu'actif « refuge » avec, de plus, une hiérarchie plus cohérente selon la solvabilité de l'emprunteur. Pour ce qui est des actions, le facteur des taux d'intérêts qui jouait à l'encontre des entreprises de croissance en début d'année a de nouveau tourné en leur faveur puisque les rendements obligataires se sont fortement détendus en début d'été et que, quitte à investir sur des actions, ce sont celles ayant de bonnes perspectives d'activité qu'il convient plutôt de privilégier. Les valeurs de croissance étant généralement des poids prépondérants dans la plupart des indices boursiers, cela contribue aussi à expliquer la bonne tenue des actions depuis le début de l'été. De plus, les publications de résultats trimestriels dévoilés durant l'été n'ont donné lieu qu'à des révisions en baisse très marginales de chiffres d'affaires et de bénéfices pour les prochains trimestres, quand il ne s'agit pas même de révisions à la HAUSSE, confirmant la forte adaptabilité des entreprises à des contextes complexes et fluctuants.

Les valeurs à forte croissance (technologiques, luxe...) ont d'abord été réduites dans les allocations au profit des entreprises réputées décotées (bancaires, télécoms, services collectifs...), ceci du fait de l'impact différencié de la remontée des taux d'intérêts sur ces sociétés.

Ecart de performance entre valeurs décotées et valeurs de croissance européennes

Sources : Bloomberg, WeSave



Le rebond des marchés d'actions observé durant l'été n'est alors, paradoxalement, pas nécessairement un signe de restauration de la confiance des investisseurs dans l'avenir, mais plutôt le reflet de nouvelles rotations sectorielles ou thématiques au sein des indices, et cela dans un contexte de tassement économique. C'est pourquoi il faut toujours compléter ce type d'observations par celles du positionnement des investisseurs sur les divers actifs financiers. L'analyse des flux nets de capitaux laisse tout d'abord apparaître un fort désengagement à l'égard des obligations (-198,7 Mds \$ sur l'année) : leur rendement RÉEL (rendement nominal dont on déduit l'inflation) semble être alors encore bien trop négatif pour justifier de revenir agressivement sur cette classe d'actifs. Par ailleurs, même si une récession économique semble vraisemblable, elle ne devrait pas être très intense ou durable, c'est pourquoi l'achat « refuge » obligataire reste finalement modeste : +11,1 Mds \$

de souscriptions nettes entre la fin juin et la fin août. Les matières premières affichent encore une collecte nette positive sur l'année de +4,7 Mds \$ mais, à l'évidence, leur dynamique s'estompe à mesure que les investisseurs intègrent l'hypothèse d'une récession à venir. Les actions restent, paradoxalement, les grandes gagnantes de l'année en termes de collecte avec +179,7 Mds \$: les investisseurs ne semblent donc pas s'inquiéter outre mesure des risques de récession à venir ! En effet, comme nous l'avons vu précédemment, les plans massifs d'investissement des Etats et des entreprises durant les prochaines décennies devraient vite soutenir à nouveau la croissance économique, et donc cette classe d'actifs. Par zones géographiques, les investisseurs ont à l'évidence procédé à un arbitrage en défaveur de l'Europe (-63,2 Mds \$) et au profit des marchés émergents (+53,4 Mds \$, dont +45,5 Mds \$ vers la Chine), mais les grandes gagnantes structurelles

Flux de capitaux depuis le début d'année

Sources: EPFR Global, WeSave

	Montant (Mds\$) au 30/06/22	Montant (Mds\$) au 30/06/22	Évolution (Mds \$)
Actions	188,8	179,7	-9,1
dont ETFs	326,0	341,7	15,7
dont Gestion Active	-137,2	-162,1	-24,9
Obligations	-209,8	-198,7	11,1
Matières premières	18,8	4,7	-14,1
Monétaire	-277,0	-172,9	104,1
Actions	Montant (Mds\$)	Montant (Mds\$)	Évolution (Mds \$)
Etats-Unis	118,7	126,4	7,7
Europe	-50,4	-63,2	-12,8
Japon	-1,5	-4,2	-2,7
Monde	61,2	62,5	1,3
dont Emergents	54,5	53,4	-1,1
dont Chine	40,2	45,5	5,3

restent les actions américaines avec +126,4 Mds \$ de collecte nette en 2022. L'analyse des comptes rendus mensuels d'allocations d'actifs des sociétés de gestion montre que la plupart d'entre elles ont souvent préféré conserver du cash ou ne pas investir tout de suite les capitaux collectés sur les actions, ce qui signifie que leur positionnement est resté généralement prudent. Ceci explique pourquoi il leur a fallu en partie « courir » derrière la hausse des marchés durant l'été, afin de ne pas être trop distancées par leurs indices de référence

ou par leurs concurrents, et cela à un moment particulièrement défavorable pour trouver des flux vendeurs en contrepartie, d'où des hausses fortes et rapides des indices mais sans volumes. Au sortir de l'été, les investisseurs n'ayant probablement pas pu procéder à tous les achats envisagés, ils restent donc plutôt sous-investis sur les fonds d'actions, et ils disposent d'un matelas de capitaux résiduel à investir ou bien qui pourrait permettre d'absorber d'éventuels rachats de capitaux par la clientèle.

Conclusion

Les Banques centrales n'ont pas encore achevé leurs remontées de taux directeurs, mais il est peu probable qu'elles puissent se permettre ou bien qu'elles aient besoin de prolonger les durcissements en cours au-delà du 1er trimestre 2023, l'inflation et la croissance économique freinant déjà toutes les deux. Les conditions financières se durcissent actuellement, mais elles ne devraient pas être un obstacle à l'investissement et à la croissance à moyen terme, les banquiers centraux ayant conscience de leurs responsabilités de long terme à l'égard de la collectivité. De leur côté, les États devront établir des priorités pour leurs dépenses budgétaires mais, au final, ils resteront en soutien structurel à la croissance, notamment en tant que donneur d'ordres pour le secteur privé. Les inquiétudes géopolitiques (Ukraine, Taïwan...) ou sanitaires resteront des préoccupations persistantes, mais les entreprises ont montré qu'elles savent s'adapter aux contextes les plus complexes, et les investisseurs s'« habituent » à ces événements.

Pour notre part, nous restons convaincus que la dynamique d'investissement des États et des entreprises sera forte durant les prochaines années, voire durant des décennies, assurant des embauches, soutenant la consommation, et contribuant aux rentrées fiscales qui faciliteront la soutenabilité de la dette sur la durée. Il sera en revanche important de ne pas gaspiller les capitaux levés par les États et les entreprises : les investisseurs joueront un rôle d'autant plus important dans cet accompagnement financier et dans la sélection des meilleurs projets. Le court terme reste trouble, mais le long terme est prometteur, c'est pourquoi l'épargnant doit autant que possible rester fidèle à ses niveaux de risques et horizons d'investissements, et ne pas céder aux Cassandre.

Pour conclure, il conviendra de ne pas oublier ce dicton qui prend tout son sens sur le long terme : « Sur les marchés il y a les optimistes et les pessimistes. Les pessimistes font de l'audience, les optimistes font de l'argent ! ».



Marchés Financiers

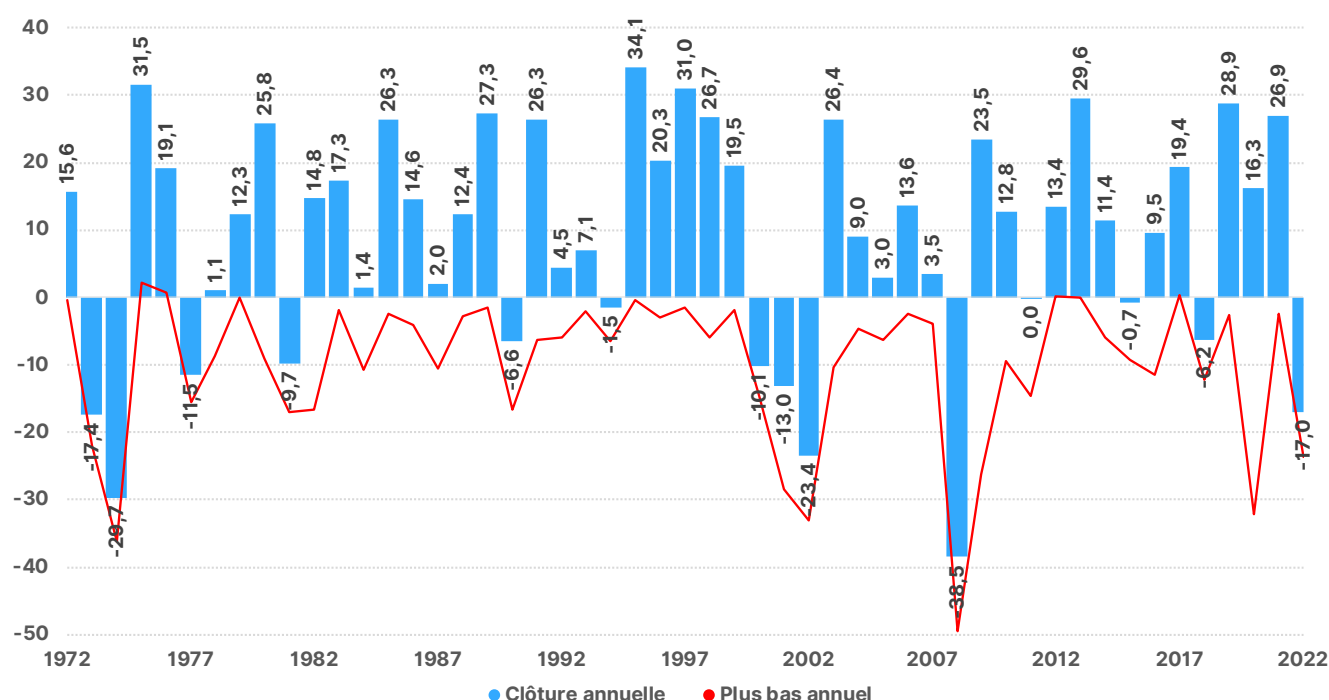
- Les statistiques commentées ci-dessous intègrent 2022 comme si l'année était déjà achevée.
- Depuis 50 ans, l'indice S&P500 des actions américaines est presque toujours passé par des reculs durant une partie de l'année, avec des baisses en moyenne de -9,75% au plus bas de l'année.
- L'indice a en revanche terminé l'année à 37 reprises positif (3 fois sur 4), avec une progression annuelle moyenne de +8,67%, y compris les années où l'indice a finalement baissé.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Les actions américaines sont un investissement très rentable pour l'épargnant, leur rendement moyen sur 50 ans avoisinant les +9%. L'investisseur doit toutefois savoir résister au stress des baisses de marchés, le recul moyen au plus bas approchant les -10% sur cette même période. Il est donc important de ne pas paniquer, voire de savoir en profiter pour compléter éventuellement ses investissements. En 2009, année extrême, la différence entre le plus bas annuel et la clôture de l'année a été de 49,6% et, en moyenne, cette différence est de 18,4%. Pour l'année 2022, le plus bas atteint est de -23,7%, soit bien au-delà de la moyenne historique, pour un recul persistant de -17,0% à la fin août. Pour rappel, les actions américaines sont plutôt moins versatiles que la plupart des grands indices d'actions internationaux !

Historique du bas annuel et de la clôture annuelle de l'indice S&P500 (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Macro Économie

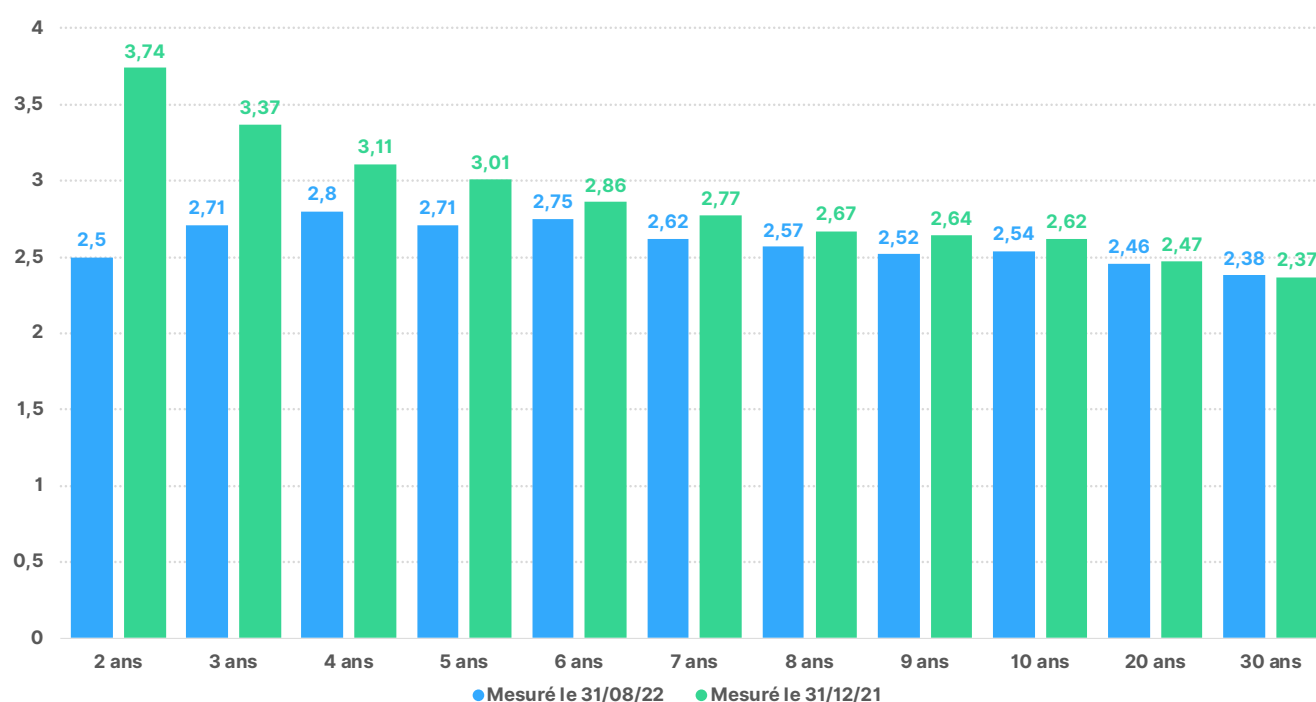
- Les points morts d'inflation (on parle de « breakeven » en anglais) sont le niveau d'inflation équilibrant les rendements des obligations traditionnelles avec celles indexées sur l'inflation.
- Autrement dit, cette différence exprime l'hypothèse d'inflation future implicite des investisseurs à l'instant où ces deux obligations cotent simultanément.
- L'évolution sur la durée de ces données est donc un indicateur précieux pour évaluer les inflexions d'anticipations d'inflation future.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

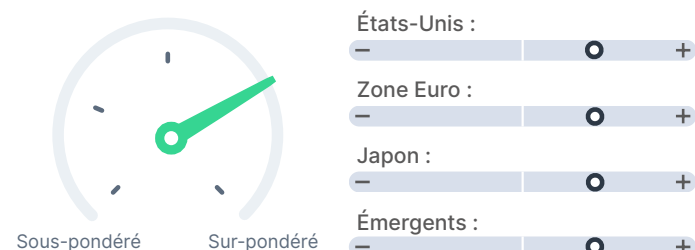
Les Banques centrales ont pour mission de « piloter » les niveaux d'inflation, et d'ajuster si nécessaire leurs politiques monétaires en conséquence. Afin d'affiner leurs propres anticipations, mais surtout pour mesurer comment l'inflation est perçue par les investisseurs, l'analyse de l'évolution des points morts d'inflation est cruciale pour les banquiers centraux. De plus, lorsqu'ils modifient leurs politiques monétaires, cela permet de juger de l'impact potentiel que cela aurait à terme, et de mesurer alors la crédibilité de leurs décisions monétaires. Bien que l'inflation soit aujourd'hui encore très forte, les points morts d'inflation de long terme se maintiennent un peu au-dessus de la cible habituelle de 2% des banquiers centraux, leur politique monétaire est donc toujours perçue comme étant pertinente.

Points morts d'inflation des Etats-Unis (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave

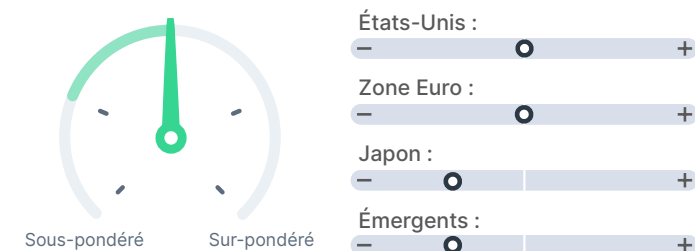


ACTIONS



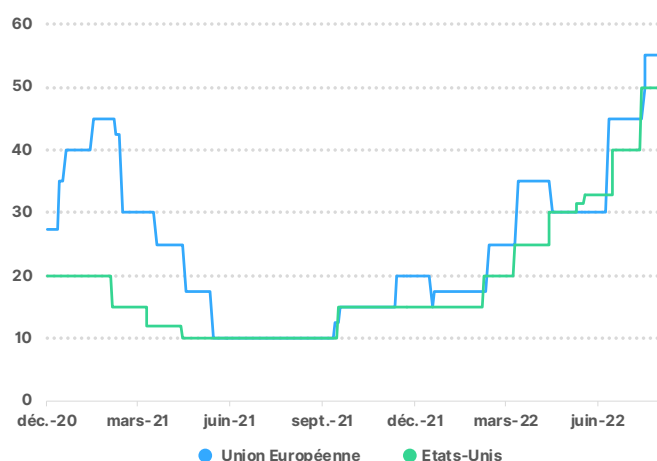
Durant l'été, le scénario d'une contraction économique a pris corps au travers de plusieurs statistiques convergentes mais, simultanément, des signes de tassement de l'inflation (notamment par les matières premières) ont rassuré les investisseurs : le risque d'un durcissement excessif des politiques monétaires à venir s'estompe alors. En parallèle, les entreprises ont publié leurs résultats trimestriels, et ils ont agréablement surpris les investisseurs qui craignaient de voir se multiplier les alertes négatives et les discours inquiétants quant aux perspectives

OBLIGATIONS SOUVERAINES



Durant l'été, les obligations souveraines ont retrouvé une tendance haussière, leurs rendements se détendant significativement. Plusieurs facteurs ont contribué à ce regain d'intérêt. Les signes de ralentissement économique ont d'abord encouragé les investisseurs à renforcer cette classe d'actifs dans leurs allocations. Par ailleurs, plusieurs statistiques laissent penser que le pic d'inflation tant attendu est peut-être enfin atteint ou imminent, notamment grâce à l'important reflux du prix des matières premières. C'est donc l'espoir de politiques monétaires un peu moins agressives qui a encouragé les investisseurs à

Evolution de la probabilité de récession dans 1 an selon le consensus (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

à venir. Les révisions de chiffres d'affaires et de résultats ont finalement été très marginales et, faute de contreparties significatives en bourse, la hausse des actions a été très forte et rapide. Nous restons optimistes sur les perspectives d'investissement des États et entreprises, d'où notre surpondération persistante sur les actions.

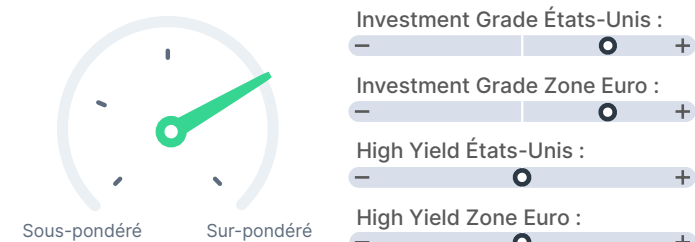
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

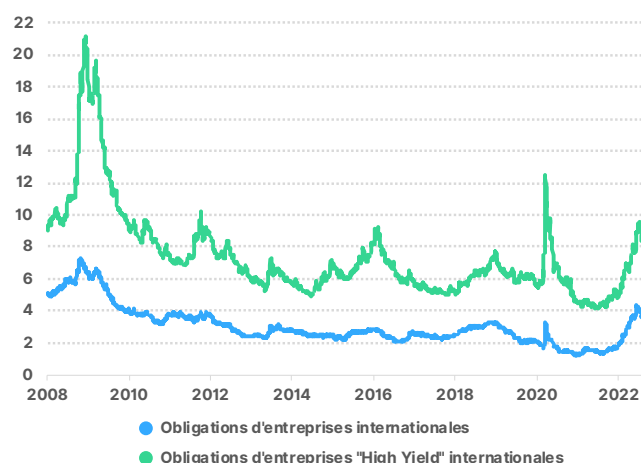
revenir à l'achat sur les obligations souveraines. Parce que le reflux de l'inflation devrait toutefois n'être que progressif et que les rendements réels des obligations souveraines restent négatifs, nous maintenons une allocation neutre sur cette classe d'actifs.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Après un début d'année très difficile, les obligations d'entreprises ont entamé un rebond significatif durant l'été. Ce mouvement s'explique par les premiers signes de reflux de l'inflation, notamment grâce à la baisse du prix des matières premières. Les investisseurs en ont déduit que les Banques centrales n'auraient pas besoin de durcir leurs politiques monétaires au-delà de ce qui est déjà intégré, d'où le soulagement pour les actifs obligataires. Par ailleurs, plusieurs statistiques confirment qu'un tassement économique est en cours, incitant les investisseurs à privilégier les obligations

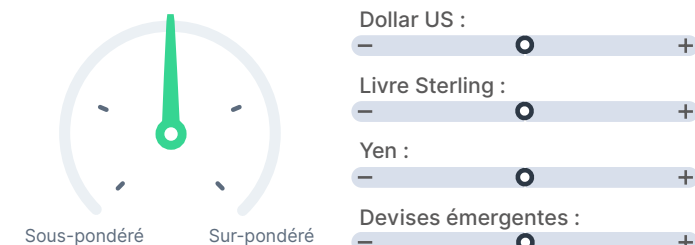
Rendements des obligations d'entreprises dans le monde (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

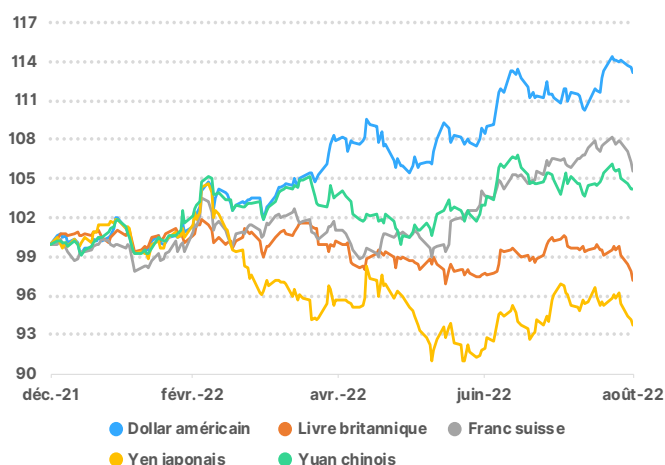
d'entreprises plutôt que les actions dans les secteurs les plus cycliques. Les rendements des obligations d'entreprises nous semblent généralement couvrir le risque de défauts lié au tassement économique ou à la remontée des taux directeurs, d'où notre surpondération sur ces obligations.

DEVISES



Le Dollar, qui n'a cessé de s'apprécier durant le premier semestre, a marqué une pause temporaire durant l'été. Son appréciation relative s'expliquait notamment par deux facteurs : le surcroît d'inflation du pays nécessitant une réaction plus brutale que dans les autres zones par la FED, et le réflexe d'achat refuge des actifs américains alors que la guerre en Ukraine rendait peu prévisibles les perspectives économiques européennes. Depuis l'été, les premiers signes d'accalmie de l'inflation américaine et de tassement de sa croissance ont réduit l'attraction pour

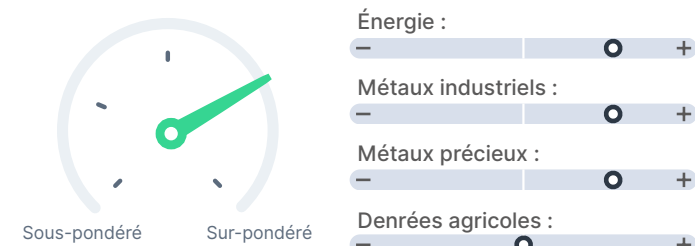
Performance des grandes devises face à l'Euro (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

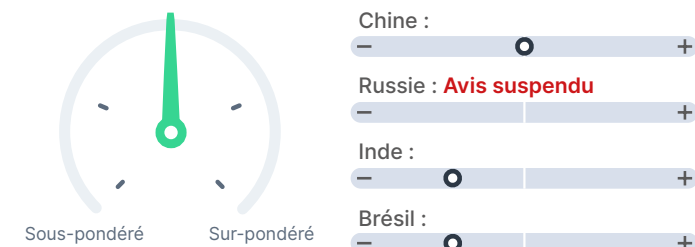
le billet vert. L'apparent manque de coordination entre Banques centrales, et des fondamentaux économiques désynchronisés entre zones, expliquent la dispersion de performance entre les devises. Ce facteur doit être surveillé de près pour les performances des autres classes d'actifs et donc de son épargne.

MATIÈRES PREMIÈRES



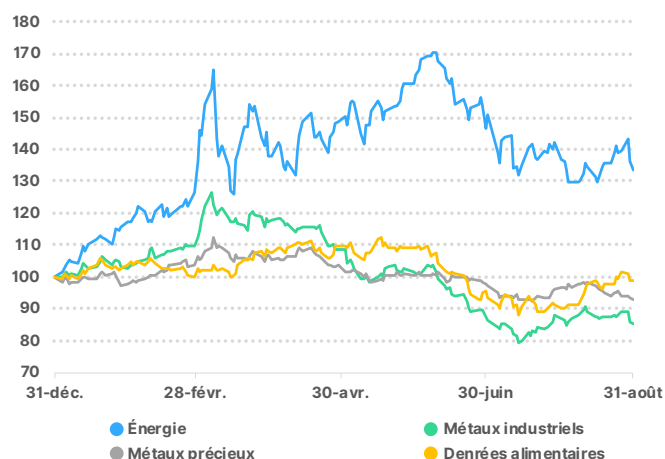
La performance des matières premières a été très accidentée en 2022. Le conflit en Ukraine a fait s'envoler le prix des matières premières énergétiques, et ces dernières sont toujours en forte hausse sur l'année. En revanche, les prix des denrées agricoles n'ont pu préserver leur hausse, atténuant heureusement le risque de tensions sociales dans les pays émergents. Les métaux industriels ont vu leurs prix décrocher du fait du tassement de la croissance économique, mais aussi à cause de la mauvaise gestion de la COVID par la Chine, asphyxiant sa propre économie.

ÉMERGENTS



À l'instar des autres zones, la performance des actifs émergents est négative en 2022, mais même en deçà des zones développées. Au sortir de l'été, le recul des actions est de -19,31% et celui des obligations de -15,85%. Le tassement économique en cours n'incite pas les investisseurs internationaux à se porter vers ces régions, puisqu'étant plus cycliques que les pays développés, et donc plus sujets à faire défauts ou faillite. Par ailleurs, les tensions sur les prix énergétiques et sur les produits agricoles peuvent être vite des sources d'instabilité politique et sociale dans

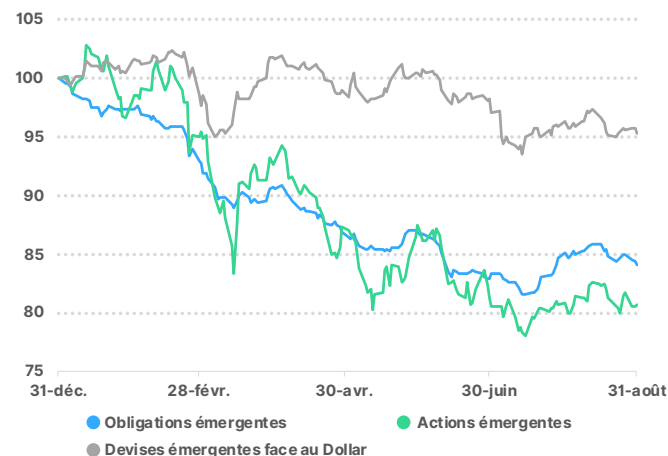
Performance des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

Les métaux précieux et l'or reculent, en dépit des incertitudes internationales, probablement du fait de la forte appréciation du Dollar. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous semble persister (cf. dynamique de l'investissement), nous maintenons donc notre surpondération sur cet actif.

Performances des actifs émergents (Base 100 = 31/12/21)

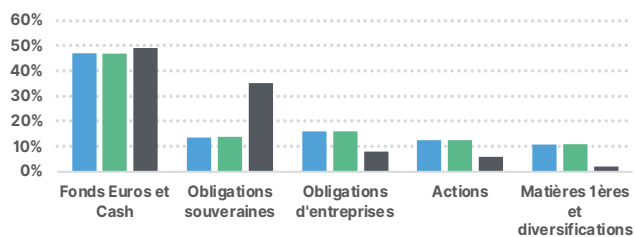


Sources: Bloomberg, WeSave

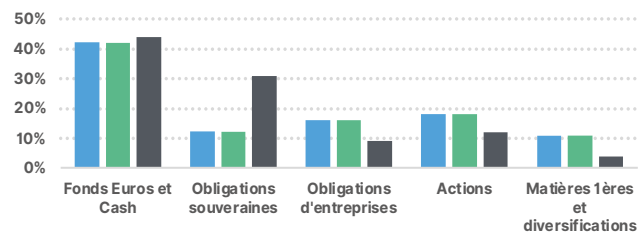
ces pays (cf. Sri Lanka), du fait du poids persistant de ces postes dans la consommation des ménages. Enfin, le Dollar fort exerce une pression additionnelle sur le coût de la dette de nombreux pays émergents. Il nous semble préférable de rester neutre sur les actifs émergents à ce stade.

Comparatifs d'allocations entre Juil 2022, Sept 2022 et la stratégie long terme. ■ Sept 2022 ■ Juil 2022 ■ Allocation long-terme

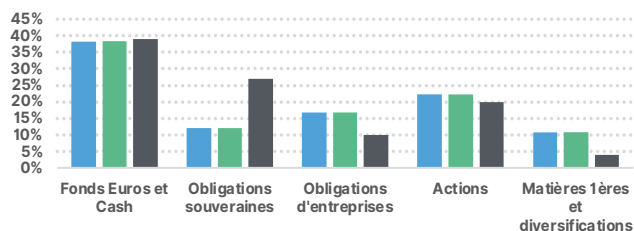
Profil 1 - Prudent



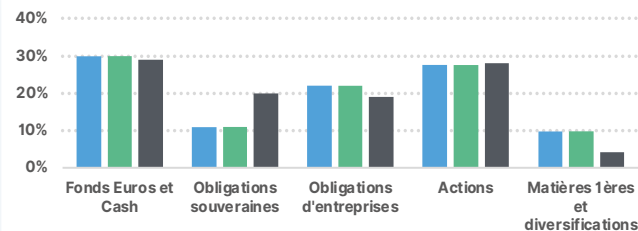
Profil 2 - Prudent



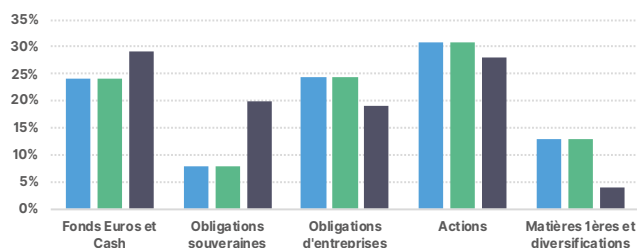
Profil 3 - Défensif



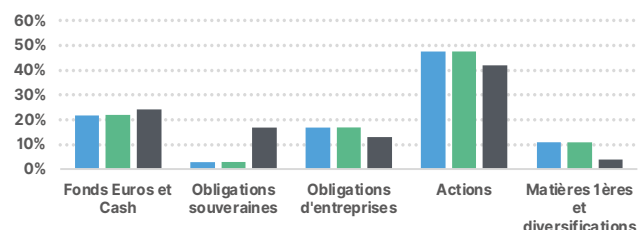
Profil 4 - Défensif



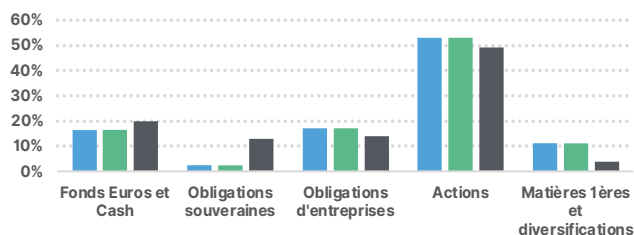
Profil 5 - Équilibré



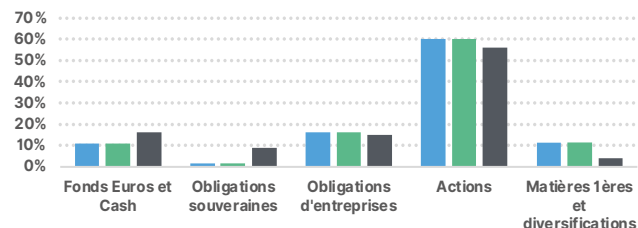
Profil 6 - Équilibré



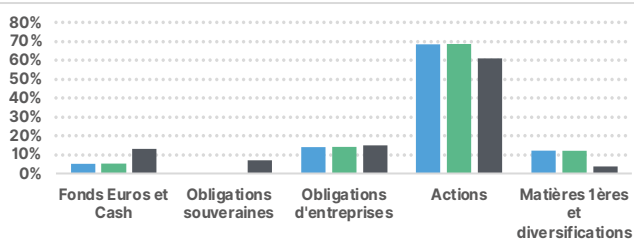
Profil 7 - Offensif



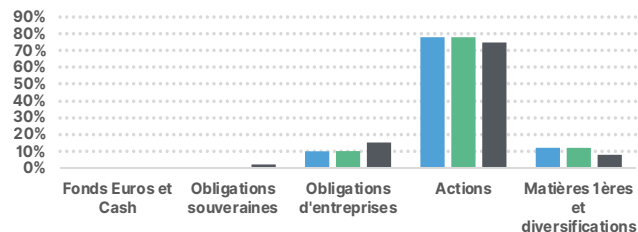
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Pour aller plus loin

L'équipe des conseillers WeSave

Paul Dubourgais est responsable du pôle patrimonial chez WeSave. Après ses études en Ingénierie Patrimoniale au sein de l'IUP de Caen, il effectue son début de carrière dans différentes structures de gestion privée. Ayant pour souhait que l'investissement haut de gamme soit accessible pour tous et en toute simplicité il rejoint WeSave afin de contribuer à la distribution de ces solutions digitales.



Paul Dubourgais
Responsable du pôle
patrimoine

Dois-je détacher mon enfant de mon foyer fiscal ?

C'est la rentrée scolaire, votre enfant vient de signer son premier contrat de travail (CDI ou alternance) ou bien vient de commencer ses études supérieures. Avec la réception de votre dernier avis d'impôt, vous pouvez légitimement vous poser des questions sur les possibilités d'optimisation de votre situation fiscale.

Quels sont les critères à retenir pour qu'un enfant majeur puisse être toujours rattaché ?

Enfant devenu majeur au cours de l'année d'imposition (17 ans au 1er janvier)

Un enfant mineur au 1er janvier de l'année d'imposition est considéré comme un mineur à charge pour la période du 1er janvier et jusqu'au jour de ses 18 ans.

Pour la période de ses 18 ans au 31 décembre de l'année d'imposition, l'enfant est considéré comme majeur :

- Il peut déclarer ses revenus seul
- Ou demander le rattachement au foyer fiscal de ses parents (dans ce cas l'ensemble des revenus de l'enfant est à indiquer dans la déclaration des parents).



L'enfant ayant plus de 18 ans (mais moins de 21 ans) au 1er janvier de l'année d'imposition peut demander le rattachement au foyer fiscal de ses parents, qu'il vive ou non au domicile de ses parents, et quelle que soit sa situation personnelle (actifs, à la recherche d'un emploi, étudiants, etc.).

Enfant ayant 21 ans durant l'année (20 ans au 1er janvier)

L'enfant ayant plus de 18 ans (mais moins de 21 ans) au 1er janvier de l'année d'imposition peut demander le rattachement au foyer fiscal de ses parents, qu'il vive ou non au domicile de ses parents, et quelle que soit sa situation personnelle (actifs, à la recherche d'un emploi, étudiants, etc.).

Dans ce cas, l'ensemble de ses revenus de l'année est à indiquer dans la déclaration des parents.

Enfant ayant 25 ans durant l'année (24 ans au 1er janvier)

L'enfant ayant plus de 21 ans (et moins de 25 ans) au 1er janvier de l'année d'imposition peut demander le rattachement au foyer fiscal de ses parents :

- même s'il a 25 ans au cours de l'année d'imposition (dès lors qu'au 1er janvier il a moins de 25 ans),

- et s'il poursuit ses études sur cette année civile (Formation initiale ou en alternance)

Votre enfant respecte l'un de ces critères ? Parfait ! Tout d'abord, nous vous proposons un petit rappel concernant le quotient familial. Le quotient familial désigne le nombre de parts affectées à chaque foyer fiscal pour le calcul de l'impôt sur le revenu.

Il s'agit d'un système qui divise le revenu imposable en un certain nombre de parts afin d'adapter le montant de l'impôt au nombre de personnes qui habitent le foyer fiscal.

Nombre d'enfants	Nombre de parts de quotient familial	
	Célibataire	Couple marié
0	1	2
1	1,5	2,5
2	2	3
3	3	4
4	4	5

Source : economie.gouv.fr

Les majorations de quotient familial (demi-parts, quarts de part en cas de résidence alternée s'ajoutant à une ou deux parts selon la situation personnelle du contribuable...) peuvent toutefois faire l'objet d'un plafonnement afin de limiter l'avantage fiscal procuré par le système du quotient familial.

Ce plafonnement se traduit par un abattement de 1592€ par enfant à charge sur votre impôt brut calculé sur la base d'1 part (célibataire) ou 2 parts (couple marié ou pacsé).

Revenus imposables à partir desquels s'appliquent le plafonnement

Nombre de parts	Couple marié ou pacsé	Célibataire
1,5 parts	31 492 €	
2 parts	36 912 €	
2,5 parts		57 562 €
3 parts	47 749 €	62 982 €
3,5 parts		
4 parts	58 589 €	73 819 €

source : impot.gouv

Une manière rapide de voir si le plafonnement s'applique sur votre situation est de regarder si un astérisque est présent sur votre avis d'impôt en page 2 à la ligne "Impôt sur les revenus soumis au barème"

Les bases étant posées, dans quelle situation sera-t-il plus bénéfique de détacher mon enfant ?

Nous nous concentrons ici dans les cas où le plafonnement s'applique sur votre foyer fiscal.

Premièrement, ne pas rattacher son enfant permet de déduire une pension alimentaire de ses revenus imposables, dans la limite de 6 042 € et sous réserve qu'il soit en état de besoin (i.e faibles revenus). L'hébergement à titre gratuit de votre enfant peut aussi ouvrir un droit à cette pension alimentaire.

Cas 1 : Mon enfant n'a pas perçu de revenus ou ses revenus sont non imposables.

-> Quelles exonérations pour les salaires perçus par votre enfant ?

Les apprentis bénéficient d'exonération sur leurs salaires à hauteur du salaire minimum de croissance (SMIC) annuel (18 760 € au titre des revenus perçus en 2021). De fait, et sauf exceptions, votre enfant ne va pas intégrer ses salaires à vos revenus imposables.

Ainsi, nous allons calculer l'avantage fiscal seulement avec l'effet de la pension alimentaire.

Tranche marginale	11 %	30 %	41 %	45 %
Avantage lié à la déduction d'une pension	664,62	1 812,6	2 477,22	2 718,9
Avantage maximal de la demi-part (rattachement fiscal)	1 592 €	1 592 €	1 592 €	1 592 €

Il n'y a donc pas d'avantages à détacher votre enfant si vous vous trouvez dans la tranche à 11%. De même, sur la tranche 30%, le gain reste marginal voire quasi nul avec la réduction d'impôt pour les frais de scolarité de 183€.

Les apprentis bénéficient d'exonération sur leurs salaires à hauteur du salaire minimum de croissance (SMIC) annuel (18 760 € au titre des revenus perçus en 2021). De fait, et sauf exceptions, votre enfant ne va pas intégrer ses salaires à vos revenus imposables.

Cas 2 : Mon enfant a perçu des revenus imposables

Les salaires versés aux enfants âgés de 25 ans au plus sont soumis au prélèvement à la source (même s'ils sont exonérés d'impôt dans la limite de 3 SMIC, soit 4 935,99 € pour les revenus 2022 déclarés en mai 2023).

En supposant le schéma alternance puis CDI/CDD à partir du 1er septembre, le calcul serait le suivant :

Revenus alternance/stage	15 000€ (exonérés)
Revenus CDI (Période Septembre - Décembre)	8 000 €
Abattement salaire	4 935,99 €
Revenus imposables	3 064,01 €

Ainsi, en fonction de votre tranche marginale, l'effort d'impôt supplémentaire serait de :

Tranche 11%	337 €
Tranche 30%	919 €
Tranche 41%	1 256 €
Tranche 45%	1 378 €

En ajoutant la pension alimentaire versée à votre enfant, l'économie d'impôt commence à devenir intéressante dès la tranche à 30% :

SI RATTACHEMENT

Effort impôt supplémentaire - 919 €

Avantage demi-part 1 592 €

GAIN 673 €

SI DÉTACHEMENT

Effort d'impôt économisé 919 €

Avantage demi-part perdue - 1 556 €

Avantage lié à la pension alimentaire 1 813 €

GAIN 1 140 €

S'agissant d'un principe de déduction des revenus imposables, plus votre tranche marginale est haute, plus le gain sera important. De son côté, votre enfant ne sera pas imposable car ses revenus seront inférieurs à 10 225€.

De même, votre enfant pourra bénéficier d'un Livret d'épargne populaire (7 700€ de plafond, taux à 4,6% net d'impôt depuis août 2022) du fait de ses faibles revenus imposables.

Notre équipe de conseillers en gestion de patrimoine reste à votre disposition pour échanger sur l'ensemble de vos problématiques patrimoniales. N'hésitez pas à nous contacter.

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 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.