

NUMÉRO 37

— SEPTEMBRE 2019

# L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

## **SOMMAIRE**

**02** L'éclairage du gérant  
**12** Points macro et marchés  
**13** Vues des actifs

**16** Nos vues tactiques et stratégiques  
**17** Pour aller plus loin

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

# L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Septembre 2019



## Économie et marchés : « Cette fois, c'est différent »

Économistes, stratèges, investisseurs... De plus en plus de professionnels aboutissent à cette conclusion, certains pour dépeindre un état des lieux, d'autres par conviction quant aux perspectives : « Cette fois, c'est différent » ! L'industrie et le commerce mondial décrochent et pourtant les marchés d'actions accumulent des records : « Cette fois, c'est différent » ! La lévitation concomitante de toutes les classes d'actifs en bourse : « Cette fois, c'est différent » ! Difficile de ne pas être sceptique quant à l'hypothèse d'un « nouveau paradigme » transformant désormais tout investissement boursier en profit ! Que penser alors de l'actuel contexte économique et financier, et comment allouer son épargne en conséquence ?

### ■ « Cette fois, c'est différent » !

#### Le crépuscule de l'inflation ?

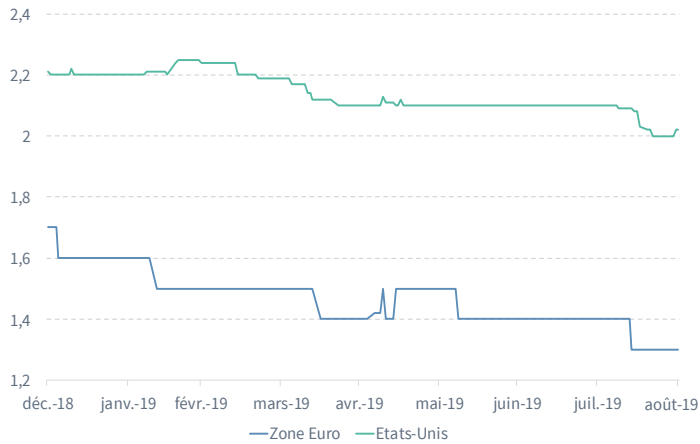
C'est à n'y rien comprendre ! Pendant des années, la préoccupation des banquiers centraux a été de contenir l'inflation pour éviter que le pouvoir d'achat des populations ne se détériore. Et pourtant, désormais, ce sont ces mêmes banques centrales qui se désolent de la faiblesse de l'inflation, et adoptent

diverses mesures inédites (« quantitative easing » ...) pour essayer de la raviver. Que peuvent-elles craindre désormais, et cette faible inflation est-elle durable ? Ce n'est pas tant l'inflation que les anticipations d'inflation qui sont au cœur des préoccupations des banques centrales. Lorsque les agents économiques s'attendent à ce que les prix baissent dans l'avenir, ils reportent leurs achats afin de pouvoir profiter de ces aubaines financières futures. Mais ces choix, rationnels au niveau individuel, ont pour conséquence de déprimer l'activité globale, entraînant à son tour de nouvelles anticipations de baisses de prix. À l'inverse, lorsque l'on anticipe une hausse à venir des prix, il est rationnel de se presser d'acheter, ce qui a pour effet de stimuler l'activité économique.

“ Ce n'est pas tant l'inflation que les anticipations d'inflation qui sont au cœur des préoccupations des banques centrales. ”



### Anticipations d'inflation pour l'année 2020

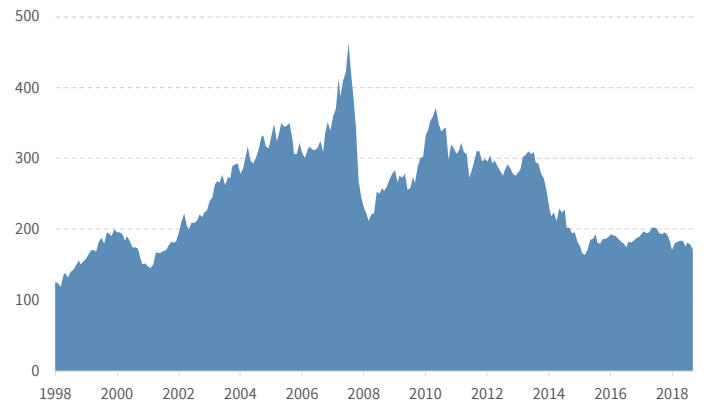


Sources : Bloomberg, WeSave

Les cours des matières premières souffrent de l'exploitation de nouveaux sites de production, de l'emploi de nouvelles technologies et de l'actuel ralentissement économique mondial. À l'exception des emplois qualifiés, les salaires pâtissent de la concurrence internationale, de la moindre influence des syndicats et de l'individualisation des rémunérations, limitant de ce fait l'inflation due aux coûts salariaux. Les comparateurs de prix permettent d'accéder à des biens et à des services à des tarifs jusqu'alors inenvisageables, les réseaux de distribution par internet (Amazon,...) comprimant pour leur part les marges des transporteurs et des revendeurs. Paradoxalement, les politiques monétaires des banques centrales participent elles aussi à l'actuelle faiblesse de l'inflation, leurs politiques de taux d'intérêts très bas permettant à certaines entreprises "zombies" de survivre, entretenant des surcapacités de production déflationnistes.

**L'hypothèse d'une dépréciation prononcée de certaines devises, le Yuan notamment, pourrait être désinflationniste pour les pays développés mais pourrait, à l'inverse, relancer l'inflation en Chine.**

### Indice composite des prix des matières premières (CRB)



Sources : Bloomberg, WeSave

Difficile en revanche de savoir si, sur la durée, le regain de protectionnisme dû aux tensions commerciales internationales aura un effet inflationniste (cf. augmentation des coûts de production) ou déflationniste (cf. confusion économique pesant sur la confiance, l'investissement et la croissance). De même, l'hypothèse d'une dépréciation prononcée de certaines devises, le Yuan notamment, pourrait être désinflationniste pour les pays développés mais pourrait, à l'inverse, relancer l'inflation en Chine (cf. coût respectif des produits importés).

Pour les investisseurs, l'inflation est nuisible puisque réduisant la valeur du capital épargné. Sauf éventuel à-coup lié à des initiatives politiques imprévues, la faible inflation que nos économies expérimentent depuis plusieurs années semble être vouée à perdurer. Ceci est une bonne nouvelle pour les épargnants, et c'est plutôt une incitation à investir en bourse.

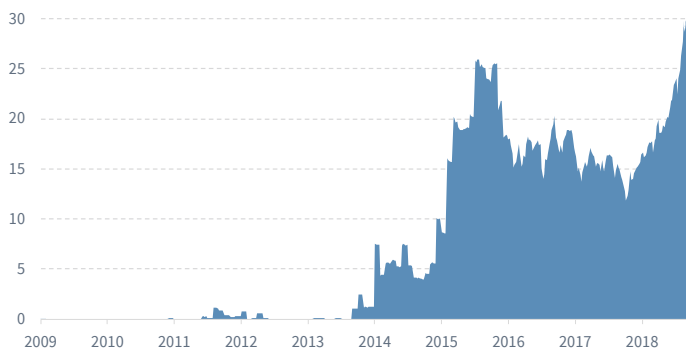
### Les banquiers centraux, des anges gardiens ou des apprentis sorciers ?

La bonne disposition des épargnants à l'égard des placements boursiers rencontre toutefois un obstacle majeur : l'absence criante de rendement des produits obligataires ! Avec humour, certains professionnels de la finance parlent même désormais non plus de « High Yield », mais de « Aïe Yield » ! En effet, selon les calculs effectués par Bloomberg, ce sont désormais pas moins de 29,9% de l'ensemble des obligations émises



dans le monde qui seraient désormais en situation de rendements NÉGATIFS. Autrement dit, les créanciers prêtant de l'argent à ces émetteurs d'obligations ne récupèrent même plus l'intégralité du capital avancé. À titre d'exemple, lorsque l'Allemagne emprunte de l'argent sur les marchés, elle rembourse moins que les montants levés, et cela quelle que soit la durée de son emprunt. La France, qui n'est pas exactement un modèle de vertu budgétaire, emprunte pour sa part à taux négatifs sur toute échéance jusqu'à 15 ans ! Et les obligations souveraines ne sont pas les seules à bénéficier d'un tel traitement de faveur, beaucoup d'entreprises solides empruntant désormais elles aussi à taux négatifs.

### % d'obligations dans le monde ayant des rendements négatifs



Sources : Bloomberg, WeSave

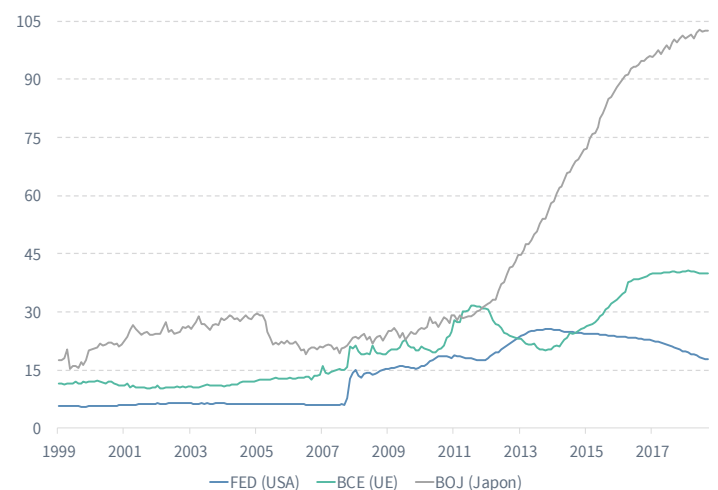
Cette « aberration » s'explique par les agissements de plus en plus exceptionnels, certains diront désespérés, des banques centrales. Ces dernières ont jusqu'à quatre mandats co-existant, officiels ou officieux : assurer la stabilité financière et le financement fluide de l'économie, aboutir à un « juste équilibre » d'inflation (autour de 2% dans les pays développés), favoriser la croissance économique et l'emploi, et enfin empêcher l'éventuelle trop forte versatilité de la devise nationale. Mais ces mandats étant parfois contradictoires, elles doivent donc hiérarchiser leurs priorités selon les circonstances.

L'inflation étant actuellement très faible, il faut éviter qu'elle ne diminue trop (i.e. contenir le risque de déflation) et se concentrer sur les trois autres missions.

L'une des conséquences du sauvetage en urgence engagé à la suite de la crise des "subprimes" est que l'endettement des ménages, des entreprises et des États a très fortement enflé partout dans le monde. Cela constitue désormais une source de stress majeure pour les banquiers centraux, craignant que toute tentative de normalisation des taux directeurs ne se traduise par des faillites en série et par un nouveau désastre financier incontrôlable. Leur priorité est donc désormais de soutenir autant que possible la croissance afin que les agents économiques restent solvables. La faiblesse de l'inflation est alors un bon « prétexte » officiel pour justifier d'entretenir des politiques monétaires « de crise » : 1/3 des grandes banques centrales mondiales ont baissé leurs taux directeurs durant l'été !

Toutefois, malgré leurs discours accommodants et des injections monétaires phénoménales (cf. évolution des Bilans des banques centrales par rapport aux PIB respectifs), la croissance est restée bien en deçà des espérances et des « normes » passées. Si ces politiques monétaires atténuent indiscutablement les chocs économiques et financiers, elles sont néanmoins aujourd'hui contestées en raison du fort prix à payer (des rendements obligataires négatifs, le modèle économique des banques fragilisé,...) et de leur discutabile efficacité : la « crédibilité » des banques centrales est mise en doute.

### Bilan des banques centrales en % du PIB



Sources : Bloomberg, WeSave



Les banques centrales ne procédant pas elles-mêmes à des investissements dans l'économie réelle du fait du risque d'aléa moral (i.e. risque de « favoritisme »), c'est du côté des politiques budgétaires des États que les relais sont attendus, les créanciers acceptant désormais de financer « gratuitement » leurs emprunts. Mais si les capitaux ainsi levés sont alloués à des dépenses courantes et non pas à des investissements structurants, ils ne feraient que gonfler la dette sans contribuer pour autant à la croissance de long terme, détériorant alors le ratio dette/PIB ! Il est donc indispensable d'identifier le « bon » du « mauvais » investissement. Les projets d'infrastructures pour la transition énergétique semblent, par exemple, faire consensus mais, là encore, quelles technologies convient-il de privilégier ?

Enfin de compte, chaque pays, chaque zone, activera les soutiens monétaires ou budgétaires qui lui semblent pertinents. En zone Euro, par exemple, les marges de manœuvre monétaire de la BCE sont limitées, alors que le relais budgétaire pourrait en revanche être très conséquent, à condition que l'Allemagne édulcore sa viscérale orthodoxie financière. À l'inverse, aux États-Unis, le déficit budgétaire est déjà colossal, c'est donc plutôt la FED qui pourrait offrir des incitations additionnelles à l'investissement et à la croissance. Il n'est probablement pas fortuit que J.Powell (FED) et C.Lagarde (BCE) aient tous deux des profils bien plus « politiques » que leurs prédécesseurs qui étaient tous des « techniciens ». Sans pour autant renoncer à leur indépendance, la collaboration entre les banques centrales et les instances étatiques devrait être plus étroite.

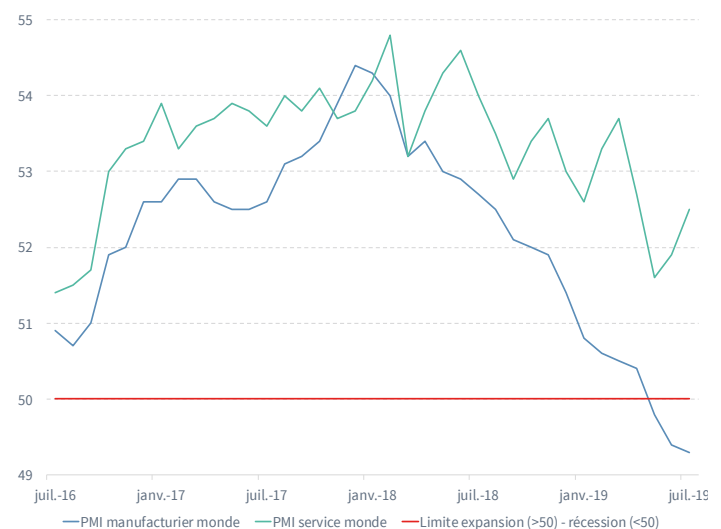
## ▀ « Cette fois, c'est différent » ?

### La fin du cycle économique

Les interventions plus ou moins coordonnées entre les États et leurs banques centrales ont des visées contra-cycliques : l'actuel doit se prolonger autant que possible, et il faut de préférence éviter les à-coups !

Sans porter de jugement quant au bien-fondé des choix de politique extérieure de l'Administration Trump, leurs effets déstabilisants pour l'économie mondiale sont désormais manifestes ! Les chefs d'entreprise n'ayant plus suffisamment confiance ou plus assez de visibilité quant aux perspectives à venir, le cycle économique mondial ralentit faute d'investissements. Les circuits de production sont déstabilisés par les multiples tarifs douaniers et par les divers embargos (Iran, Venezuela,...) ou autres sanctions (Huawei,...) imposés par les États-Unis. Pour un dirigeant d'entreprise, comment choisir la localisation de ses investissements afin de contourner ces multiples obstacles ? D'un pays à l'autre, la qualité des infrastructures (énergie, transport, logistique,...) est très variable, tout comme la qualification de la main d'œuvre diffère beaucoup. Il est alors impossible d'espérer reproduire rapidement ailleurs, tant par la quantité que la qualité, ce qu'il a fallu des années à mettre en place ! Et le nouveau pays d'accueil des investissements ne sera-t-il pas à son tour la cible des foudres de l'Administration Trump ? Il est, hélas, finalement bien plus rationnel de retarder les décisions d'investissements, le cycle mondial ralentissant ! Enfin, pourquoi se presser puisque les banques centrales envoient le message que les taux d'intérêts pourraient encore baisser ?

Indices d'activité dans le monde (PMI)



Sources : Bloomberg, WeSave



L'effondrement depuis un an et demi des indicateurs d'activité industrielle (i.e. indices PMI manufacturiers) ne peut qu'inquiéter car, même si jusqu'à présent les services et la consommation des ménages ont tenu bon, cette situation pourrait ne pas durer. Faute de main d'œuvre qualifiée, les groupes industriels ont été réticents à réduire leurs effectifs, espérant une reprise économique qui finalement ne vient pas. Mais la dégradation de la situation devrait contraindre ces sociétés à procéder à des licenciements, affectant le moral et la consommation des ménages. Les entreprises de services adressant leurs offres aux groupes manufacturiers et/ou aux ménages, il est probable qu'à leur tour, par effet domino, ces dernières soient affectées par le ralentissement conjoncturel. Des annonces de licenciements économiques industriels d'ampleur, mais aussi des alertes sur résultats (« profit warnings ») des sociétés de services pourraient dès lors se multiplier durant les publications trimestrielles.

**La Chine dispose toutefois d'un gigantesque tissu industriel pour pleinement tirer parti du regain de performance à l'exportation apporté par une dévaluation de sa monnaie.**

### Une guerre des devises

D'une guerre à l'autre ? On ne peut plus exclure aujourd'hui l'hypothèse que l'opposition frontale entre les États-Unis et la Chine ne franchisse un seuil supplémentaire : celui de trouver une extension au travers d'une guerre des devises !

Le commerce entre la Chine et les États-Unis est complètement déséquilibré : 540Mds \$ d'importations américaines en provenance de Chine en 2018, contre 156Mds \$ en sens inverse ! C'est pourquoi, en dépit de quelques offensives tarifaires ciblées (cf. agriculture, pétrole, en août ...), la Chine a peu de moyens de dissuasion à faire valoir en rétorsion des surtaxations douanières américaines. Le récent franchissement

du seuil symbolique des 7 pour la parité Dollar-Yuan a semble-t-il conforté l'Administration Trump dans sa conviction que la Chine pratique un taux de change intentionnellement faible, d'où l'accusation officielle de « manipulation de sa devise » par la Chine, fait inédit depuis les années 1990 ! Le Yuan recule en effet désormais de près de -15% depuis mars 2018, c'est-à-dire le début des hostilités commerciales américaines. Si une dévaluation compétitive du Yuan présente quelques nuisances bien identifiées (renchérissement du coût des produits importés et des dettes contractées en devises étrangères, moindre attractivité financière du pays pour les capitaux internationaux, etc.) la Chine dispose toutefois d'un gigantesque tissu industriel pour pleinement tirer parti du regain de performance à l'exportation apporté par une dévaluation de sa monnaie. Ce que le pays perd en valeur, il le gagne en volume, le surcroît d'activité permettant au demeurant d'apaiser certaines tensions sociales domestiques. Il peut donc être tentant de laisser filer le Yuan, mais en évitant toutefois les à-coups stressants pour les investisseurs internationaux, comme l'expérience d'août 2015 l'a montré.

Taux de change 1 Dollar contre Yuan



Sources : Bloomberg, WeSave

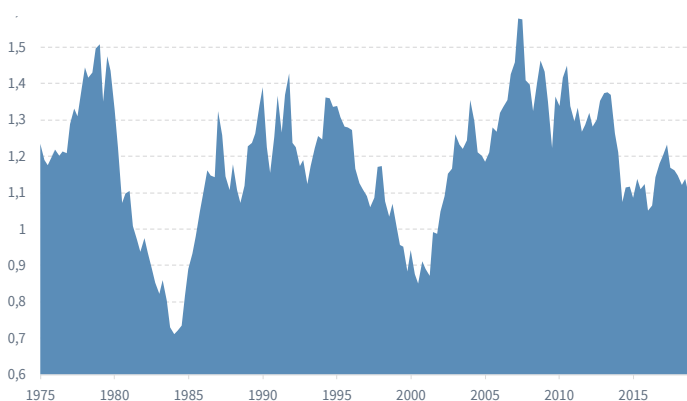
D.Trump a beau appeler de ses vœux une baisse du Dollar, notamment par une pression continue sur la FED jugée trop « faucon », les États-Unis ayant une économie beaucoup plus tournée vers les services et leur exportation (logiciels par exemple), il n'est pas certain qu'un repli significatif du Dollar servirait autant qu'il l'espère ses ambitions électorales !



Toutefois, l'insistance de ses tweets quant à la nuisible surévaluation du Dollar pourrait finir par instiller le doute dans l'esprit de certains investisseurs et les inciter à réduire leur exposition au billet vert, car bien des menaces qu'il avait professées se sont finalement concrétisées par la suite !

La BCE disposant aujourd'hui d'instruments monétaires bien moins étendus que la FED, et les excédents courants dégagés par la zone justifiant d'une certaine « prime financière », l'Euro risque plutôt de s'apprécier en relatif en cas de « guerre des devises » ! Il est ainsi intéressant de noter qu'en dépit de la proximité du Brexit, de l'instabilité politique italienne, ou d'inquiétants signes de ralentissement économique en Allemagne, l'Euro se soit finalement assez bien tenu durant l'été. Ce paradoxe s'explique par le fait que les investisseurs internationaux ont depuis longtemps privilégié le Dollar face à l'Euro. Du strict point de vue des flux financiers potentiels, l'hypothèse d'un rebond de l'Euro gagne en crédibilité, ce qui prendrait à revers la plupart des investisseurs et raviverait la volatilité sur le couple Euro-Dollar. Naturellement, une telle situation nuirait à la compétitivité de la zone, mais cela pourrait être un argument supplémentaire pour justifier de politiques budgétaires plus volontaristes.

Evolution de l'Euro - Dollar



Sources : Bloomberg, WeSave

Une guerre des devises ne consiste pas forcément en des dévaluations brutales, c'est bien plus souvent un affaiblissement graduel et intentionnel de la monnaie, un « concours de laideur » s'appuyant notamment sur les baisses de taux des banques

centrales. La plupart des banques centrales étant aujourd'hui accommodantes, celles disposant encore de taux d'intérêts élevés sont celles ayant le plus de « munitions » potentielles pour agir, c'est pourquoi la BCE nous semble assez démunie et que l'Euro est plutôt voué à s'apprécier en relatif. Pour les gérants, toute évolution significative des devises nécessiterait d'ajuster les allocations d'actifs en conséquence, car c'est une très importante source de performance ou de contre-performance, mais aussi un paramètre essentiel de maîtrise de la volatilité des portefeuilles !

### Les impasses politiques se multiplient !

Pour compliquer encore la mission d'allocation d'actifs des gérants, les incertitudes politiques sont particulièrement nombreuses en cette fin d'année 2019, et leurs conséquences pourraient être majeures !

Le choc de politique interne pourrait être considérable, l'Écosse et l'Irlande du Nord manifestant par avance l'intention de rejoindre alors l'U.E., le Royaume-Uni devenant dans ce cas le Royaume-désuni !

La prise de fonctions de B.Johnson au Royaume - Uni donne beaucoup plus de corps aux hypothèses d'un « Hard » Brexit ou à une sortie sans accord de l'Union Européenne (U.E.). La population est lasse des tergiversations parlementaires, et les sondages récents confortent plutôt le vote exprimé lors du référendum en 2016. Le choc de politique interne pourrait être considérable, l'Écosse et l'Irlande du Nord manifestant par avance l'intention de rejoindre alors l'U.E., le Royaume-Uni devenant dans ce cas le Royaume-désuni ! La Reine devra-t-elle sortir de sa neutralité constitutionnelle pour éviter une telle situation ? Des élections générales anticipées ou bien un nouveau référendum seront-ils provoqués ? Le pays honorera-t-il sa dette de 55Mds € à l'égard de l'U.E. ? Pour compenser le violent choc économique



en perspective, la Livre Sterling sera-t-elle dévaluée, ou bien encore le Royaume-Uni va-t-il se transformer en « paradis fiscal » aux portes de l'U.E. ? Une nouvelle extension du calendrier est bien entendu possible, mais pour négocier quoi, tant les vues entre les deux protagonistes divergent ? Le pragmatisme pourrait

permettre de nuancer certaines de ces interrogations, mais les impacts du Brexit n'en seront pas moins majeurs, avant tout pour le pays lui-même, mais bien entendu aussi pour l'U.E. et pour leurs partenaires respectifs à travers le monde entier.

Pays → GB	Importation (Mds \$)
ALLEMAGNE	91,60
ÉTATS-UNIS	65,40
CHINE	62,77
PAYS-BAS	55,95
FRANCE	36,80
BELGIQUE	34,84
ITALIE	25,90
NORVÈGE	25,86
ESPAGNE	21,04
IRLANDE	18,32
POLOGNE	14,38
CANADA	13,62
JAPON	12,41
TURQUIE	10,98
SUÈDE	9,51
INDE	9,47
RUSSIE	9,46
DANEMARK	8,88
SUISSE	8,70
AFRIQUE DU SUD	8,12

Sources : Bloomberg, WeSave

GB → Pays	Exportation (Mds \$)
ÉTATS-UNIS	60,81
ALLEMAGNE	48,27
PAYS-BAS	35,25
IRLANDE	27,83
FRANCE	27,32
SUISSE	26,18
CHINE	23,86
BELGIQUE	21,07
ESPAGNE	14,65
ITALIE	13,16
HONG-KONG	10,01
SUÈDE	8,44
EMIRATS ARABES UNIS	8,37
JAPON	8,23
SINGAPOUR	7,71
TURQUIE	7,45
CANADA	7,40
INDE	7,05
POLOGNE	6,84
CORÉE DU SUD	6,80

Sources : Bloomberg, WeSave



En Italie, la longévité de la coalition politique contre nature entre la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles a surpris bien des observateurs, mais les ambitions de M.Salvini l'ont finalement poussé, à tort, à chercher un pouvoir sans partage. L'alliance surprise entre le Mouvement 5 Étoiles et le Parti Démocrate a fait échouer cette manœuvre, mais l'instabilité politique coutumière du pays devrait perdurer, tant les relations historiques entre ces deux camps sont tendues. La crédibilité du Budget qui sera défendu cet automne auprès de Bruxelles est donc par avance sujette à caution, les hypothèses de recettes, de dépenses, et de croissance dépendant d'un équilibre parlementaire

et gouvernemental très incertain ! L'ampleur de la dette italienne (2 260Mds €, soit un ratio de dette/ PIB de 132%) et sa croissance attendue famélique (+0.1% pour 2019 et un probablement ambitieux +0.5% pour 2020, selon le consensus Bloomberg) en font le maillon faible de la zone Euro, d'où le fait que le pays soit courtisé (manipulé ?) par la Chine et par les États-Unis ! Cet agenda est d'autant plus malheureux, qu'il se télescope avec celui du Brexit et du départ de M.Draghi de la présidence de la BCE ! L'Italie sera donc, une fois encore, l'un des centres d'attention des investisseurs internationaux en cette fin d'année.

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

Donnée qui se dégrade

Sources: FMI, OCDE, Eurostat, WeSave

Bien d'autres « points chauds » internationaux pourraient, eux aussi, provoquer des accès de volatilité sur les marchés financiers. Étant donné l'ampleur de l'enjeu stratégique et économique que représente Hong Kong (1er aéroport de fret au monde, du fait de l'ampleur des flux entrants et sortants de Chine !), les « contestations » répétées et désordres de toutes sortes que cela engendre ne peuvent que stresser le pouvoir central chinois, l'année même de la célébration des 70 ans du Parti Communiste ! Si la stratégie du "pourrissement" ne parvient pas à asphyxier ce mouvement populaire, un excès de fermeté pourrait hélas en être l'épilogue. L'Histoire montre par ailleurs

« La crédibilité du Budget qui sera défendu cet automne auprès de Bruxelles est donc par avance sujette à caution, les hypothèses de recettes, de dépenses, et de croissance dépendant d'un équilibre parlementaire et gouvernemental très incertain ! »

que les grandes puissances mondiales s'opposent souvent par pays tiers interposés : la Corée du Nord, l'Iran, la Turquie entre autres seront-ils les souffre-douleurs du conflit entre la Chine et les États-Unis ?



L'incertitude politique en Argentine va-t-elle pour sa part provoquer un nouveau désastre financier ? Si une contagion au travers de l'économie « réelle » semble peu probable, cet évènement pourrait en revanche faire prendre conscience aux investisseurs qu'ils sous-estiment les menaces pesant sur certains pays ou entreprises, la rémunération des obligations de ces émetteurs ne couvrant plus forcément les risques de défauts associés. Cette liste n'est, hélas, évidemment pas exhaustive puisque les tensions entre l'Inde et le Pakistan, le Japon et la Corée du Sud, la Syrie etc sont autant de sources de stress additionnel possibles !

## Allocations d'actifs : TINA (There Is No Alternative) !

Pour les gérants, sans même retenir l'hypothèse d'une récession économique « imminente », le contexte milite pour l'application du « principe de précaution », d'autant que les performances annuelles sont satisfaisantes sur la plupart des actifs financiers. Les stratégies d'allocations s'imposent alors de plus en plus, c'est ce que les Anglo-Saxons synthétisent sous l'accroche « TINA » : There Is No Alternative, autrement dit beaucoup de choix se font plutôt par défaut que par conviction ! À noter que, plus les expositions à certains actifs deviennent consensuelles, plus elles impliquent des risques de volatilité sur les marchés financiers en cas de retournement de tendance car tout le monde voudra agir de la même manière en même temps, sans trouver de contrepartie sur les marchés ... C'est la principale limite à la plupart des allocations financières aujourd'hui, et il convient d'y attacher beaucoup d'attention !

## Obligations :

Dans le monde, 17 000Mds \$ d'obligations traitent désormais avec un taux d'intérêt négatif, dont plus de 1 100Mds \$ ayant été émises par des entreprises. Il n'y a par ailleurs plus que 3% des obligations mondiales offrant des rendements supérieurs à 5% ! Dans le contexte actuel, la recherche du "rendement" est une évidence et la « protection » offerte par les banques centrales améliore d'autant la probabilité de succès de ce type de stratégie. Mais le risque de défauts monte puisque le cycle économique se dégrade. Lorsqu'il n'y a plus de rendement, la question des gains ou pertes potentielles en capital devient primordiale ! Il convient donc d'être de plus en plus sélectifs quant aux obligations détenues. La solvabilité devenant un critère discriminant, nous sommes donc plus circonspects quant aux rendements-risques offerts par certaines obligations émergentes ou obligations d'entreprises « High Yield ». Nous privilégions donc l'exposition aux obligations d'États ou d'entreprises offrant une très bonne visibilité de remboursement, même si cela se fait aux dépens du rendement.

## Evolution comparée des rendements en % des actions et obligations françaises



Sources : Bloomberg, WeSave

## Actions :

Le cycle économique se tassant et la visibilité des perspectives se dégradant, les actions sont de plus en plus un investissement "par défaut", pour essayer de capturer un rendement que les obligations n'offrent plus : le dividende des actions devient le substitut au coupon des obligations. Mais, comme pour les

**Lorsqu'il n'y a plus de rendement, la question des gains ou pertes potentielles en capital devient primordiale !**



obligations, la solvabilité de l'entreprise est essentielle car sécurisant le dividende et permettant d'envisager des programmes de rachat d'actions. Il faut par ailleurs continuer d'éviter les actions illiquides (émergents, petites capitalisations boursières, ...) et privilégier en revanche celles offrant d'importantes perspectives de croissance (technologiques par exemple) alors que la dynamique mondiale se tasse. Parce que la croissance du pays reste finalement forte et que sa dépendance au commerce extérieur est « modérée », les États-Unis restent la zone que nous privilégions dans nos allocations.

#### Matières premières :

Même si les tensions géopolitiques peuvent soutenir ponctuellement le pétrole ou encore certains métaux industriels ou les prix de quelques denrées alimentaires, nous sous-pondérons cette classe d'actifs. La seule exception reste l'or, en tant qu'actif de diversification, pour la perception de « protection » que bien des investisseurs lui accordent, et pour le potentiel de gains en capital qu'il nous semble encore offrir.

**Enfin de compte, pour nos allocations d'actifs, « Cette fois, ce n'est PAS différent » ! L'évolution du contexte politique et économique mondial nous conforte plutôt dans nos convictions et dans nos choix d'expositions financières déterminés depuis plusieurs mois déjà.**



## Macro-économie

- Exprimé en pourcentage, l'indice PMI d'activité industrielle allemand intègre les prises de commandes, la production, l'emploi, les livraisons et les stocks du secteur manufacturier.

### Conséquence pour les portefeuilles

Le modèle économique de l'Allemagne est extrêmement centré autour des exportations, puisqu'elles sont à l'origine de 47% du PIB du pays en 2018. L'effondrement des échanges internationaux suite aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis explique l'essentiel du tassement industriel récent du pays. De plus, le secteur automobile allemand souffre plus spécifiquement de retards d'adaptation en termes d'évolution des moteurs (cf. normes antipollution) et d'automatisation des véhicules (voiture autonome). Le pays ayant affiché un recul de -0.1% de son PIB au 2e trimestre 2019, le débat monte en Allemagne quant à l'opportunité de profiter de taux d'intérêts souverains négatifs pour engager d'importantes dépenses budgétaires d'avenir. Une telle initiative permettrait notamment d'atténuer la dépendance du pays aux aléas de la conjoncture mondiale.

## Marchés financiers

- Les élections primaires en Argentine, le 11 août 2019, ont donné une large victoire au péroniste Alberto Fernandez, avec 47% des voix contre 32% au président sortant de centre droit Mauricio Macri.

### Conséquence pour les portefeuilles

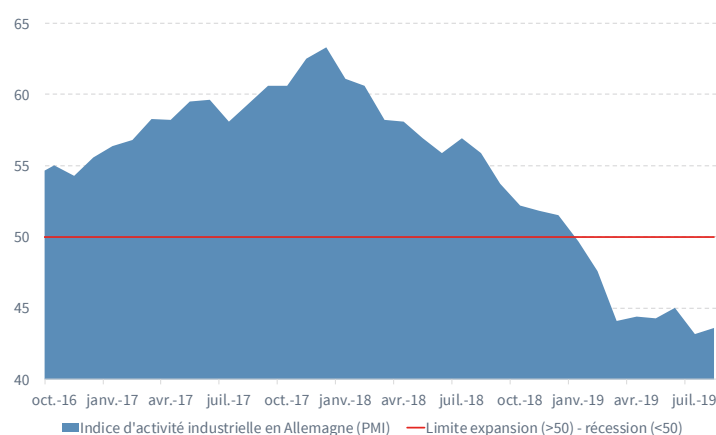
Le possible retour de la gauche en Argentine inquiète fortement les investisseurs internationaux qui y voient un risque de dérapage des efforts budgétaires et des réformes structurelles auxquelles le gouvernement Macri s'était attelé. L'effondrement du Peso a pour conséquence de décourager les investissements sur une devise à nouveau versatile. Par ailleurs, le pouvoir d'achat du pays s'effondre dès lors qu'il doit importer des biens ou services de l'étranger, et cela ravivera l'inflation qui pourrait avoisiner les 50% selon certaines estimations. Au-delà du pays, cet événement est aussi une incitation pour les investisseurs à ré-évaluer le risque de liquidité de leurs placements, mais aussi à réexaminer les risques d'éventuels défauts de paiements des emprunteurs de capitaux, car le rendement des obligations ne compense plus nécessairement ces menaces.

- Cet indicateur reflète la confiance des directeurs d'achat : inférieur à 50% cela indique une contraction d'activité, supérieur à 50% il y a expansion.

- Depuis décembre 2017, le PMI industriel allemand est passé de 63.3 à désormais 43.6 ... perdant donc  $\frac{1}{3}$  de sa valeur et étant désormais en zone de récession.



### Indice d'activité industrielle en Allemagne (PMI)



Sources : Bloomberg, WeSave

- Le programme d'austérité de l'actuel gouvernement a donc été fortement sanctionné par une population lassée de sacrifices répétés depuis des années.

- Le Peso argentin a décroché de -25% suite à cette nouvelle, et il recule désormais de -32% sur l'année face au Dollar.



### Evolution du Peso argentin face au Dollar américain



Sources : Bloomberg, WeSave

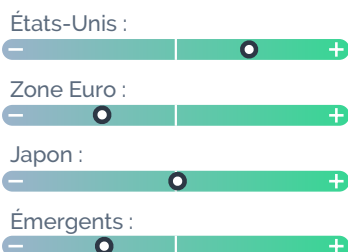


## Actions



Sous-pondéré

Sur-pondéré



Durant l'été les indices d'actions ont baissé, mais affichent toujours des progressions importantes sur l'année. Les statistiques confirment que, même si l'industrie ralentit fortement, la consommation des ménages et les activités de services amortissent le tassement économique en cours. Le bras de fer tarifaire entre la Chine et les États-Unis déstabilise de plus en plus les dirigeants d'entreprises qui ne savent plus où investir, et si c'est encore opportun de le faire. Les soutiens monétaires des banques centrales

## Performances dividendes réinvestis en %

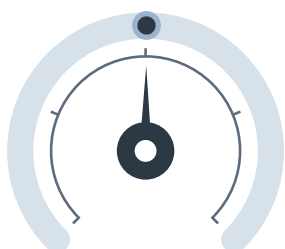
	Juillet - août 2019	2019
MSCI monde	-1,48	15,83
MSCI émergents	-5,95	5,24
S&P500 (USA)	-0,17	18,19
Nasdaq (USA)	0,46	21,82
Stoxx600 (Europe)	-0,98	16,17
DAX30 (Allemagne)	-3,71	12,85
CAC40 (France)	-0,97	20,56
MIB30 (Italie)	0,74	20,75
Nikkei (Japon)	-2,61	4,75
CSI300 (Chine)	0,37	29,84

Sources : Bloomberg, WeSave

profitent encore aux actions, mais l'influence des baisses de taux s'essouffle en revanche pour l'économie réelle. Les investisseurs espèrent donc que des politiques budgétaires généreuses soient désormais activées à leur tour. L'attrait pour les actions est aujourd'hui plus un placement de substitution aux obligations qui n'offrent plus de rendement plutôt qu'un investissement dans une croissance à venir très incertaine. Nous maintenons notre sous-pondération sur les actions.

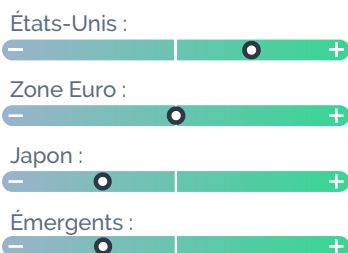


## Obligations souveraines



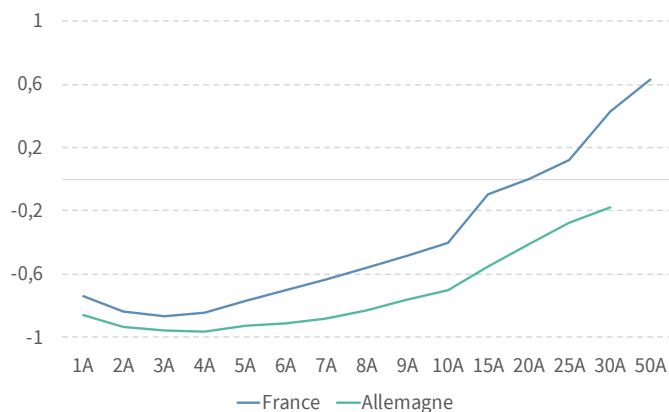
Sous-pondéré

Sur-pondéré



La brutale escalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis en août a conforté les investisseurs dans le scénario de banques centrales très accommodantes. En effet, le tassement industriel dans le monde ne fait plus de doutes, et le risque de contagion à la consommation des ménages et aux secteurs de services augmente. Par ailleurs, si quelques pays émergents constatent une remontée d'inflation, c'est la désinflation qui domine dans le monde. Le tassement économique

## Coût de financement de la France et de l'Allemagne par échéance (en %)



Sources : Bloomberg, WeSave

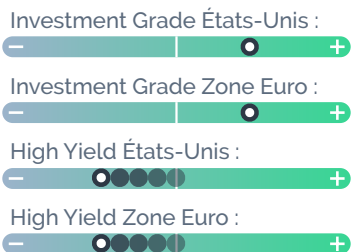
mondial et la faiblesse concomitante de l'inflation justifient la mise en œuvre de politiques monétaires contra-cycliques, mais les effets de ces politiques monétaires s'estompent, incitant de nombreux stratégies à recommander des politiques budgétaires plus actives. La faible visibilité économique et géostratégique actuelle accentue l'extrême faiblesse des rendements obligataires souverains (généralement négatifs), nous confortant dans notre neutralité persistante à leur égard.



## Obligations d'entreprises

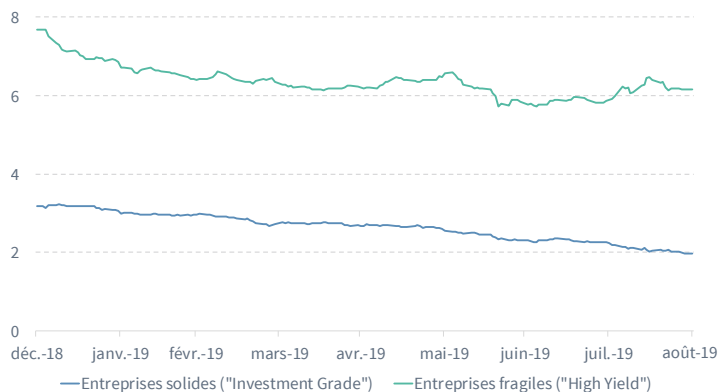


Sous-pondéré      Sur-pondéré



À l'instar des obligations d'États, les obligations d'entreprises profitent pleinement des anticipations de détente des politiques monétaires dans le monde. Qu'il s'agisse des obligations de sociétés ayant des bilans solides et des perspectives bénéficiaires favorables (obligations « Investment Grade ») ou bien d'entreprises plus fragiles (obligations « High Yield »), leurs rendements ont baissé de 20% à 30% depuis le début d'année ! Le tassement économique mondial devenant de plus en plus

## Rendement en % des obligations d'entreprises dans le monde



Sources : Bloomberg, WeSave

significatif, notamment dans les activités industrielles, les risques de défaut de paiement ne peuvent plus désormais être négligés. S'il est judicieux de chercher à capturer au travers des obligations d'entreprises des rendements que les obligations souveraines n'offrent plus, il convient désormais d'être beaucoup plus sélectif quant aux obligations d'entreprises retenues. Nous restons sous-pondérés sur les obligations d'entreprises mais neutres sur les obligations « High Yield ».



## Devises



Sous-pondéré      Sur-pondéré



Le conflit entre la Chine et les États-Unis a engendré un fort ralentissement du commerce et de l'industrie dans le monde. Il est tentant pour les États d'attirer à eux le reliquat de croissance dans le monde par un regain de compétitivité grâce à la devise. L'inflation ayant tendance à reculer à nouveau, les banques centrales peuvent justifier d'adopter à nouveau des politiques monétaires très accommodantes, ayant pour effet collatéral de déprécier la monnaie nationale. La plupart des pays adoptant simultanément cette stratégie,

## Euro contre Yuan



Sources : Bloomberg, WeSave

c'est en fin de compte celui qui frappe le plus vite et le plus fort qui remportera ce « concours de laideur ». La banque centrale européenne semblant disposer de moins d'instruments que beaucoup de ses homologues, l'Euro pourrait donc s'apprécier en relatif malgré les faiblesses de la zone (Brexit, dette italienne,...). La volatilité des devises doit être surveillée de près car c'est un facteur décisif quant aux choix d'allocation d'actifs des investisseurs.

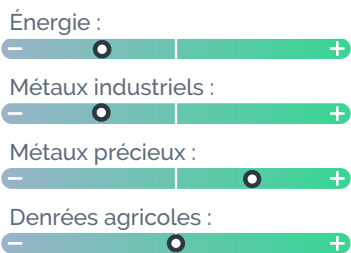


## Matières premières



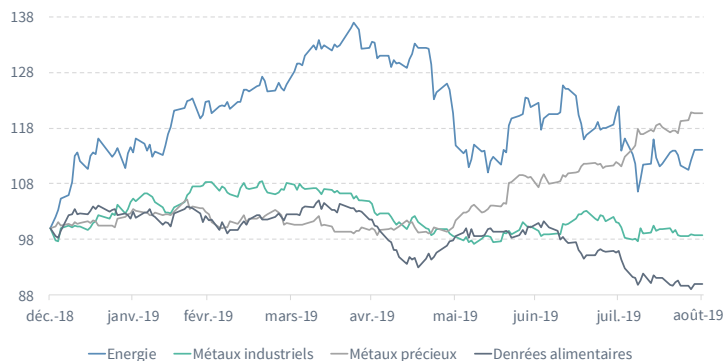
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Le regain de tensions entre la Chine et les États-Unis pèse sur les perspectives de consommation de la plupart des matières premières. Les industrielles affichent désormais une performance négative en 2019, faisant écho au fort tassement d'activité manufacturière dans le monde. Le pétrole est ballotté entre les contractions de production dues à l'OPEP, à l'embargo iranien, au Venezuela,.... et le tassement concomitant des achats dans le monde : la hausse persiste mais n'est plus que de +7,6% en 2019. Les matières premières

## Performance des indices de matières premières en 2019 (Base 100 = 31/12/18)

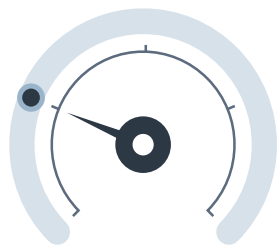


Sources : Bloomberg, WeSave

agricoles ont des parcours très différenciés : le soja est le plus affecté par le conflit entre la Chine et les États-Unis, le porc souffre d'une grave peste porcine, et les céréales sont affectées par les aléas climatiques. L'or accélère sa progression en tant qu'actif refuge, alors que les obligations n'offrent plus de rendement. Nous conservons une allocation neutre sur les matières premières, sauf sur l'or qui justifie d'une surpondération tactique.

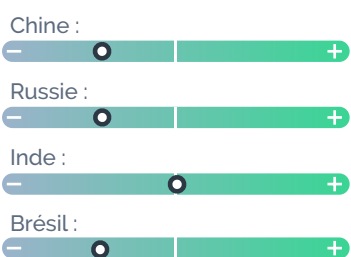


## Émergents



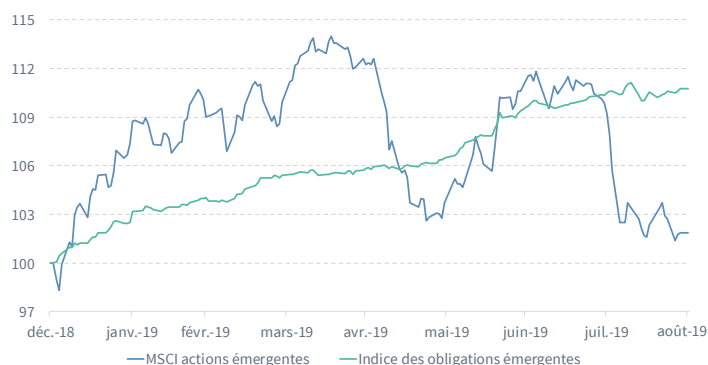
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Les pays émergents sont parmi les plus pénalisés par l'actuel bras de fer entre la Chine et les États-Unis. Si les obligations émergentes progressent fortement en 2019, les actions ont en revanche effacé presque tous leurs gains. Les productions industrielles étant généralement fragmentées entre de nombreux pays, les crispations actuelles déstabilisent les chaînes d'approvisionnement, de production, et de distribution. Le commerce international souffre donc des aléas tarifaires et des incertitudes quant aux affectations

## Performance des actions et obligations des pays émergents en 2019 (base 100 = 31/12/18)

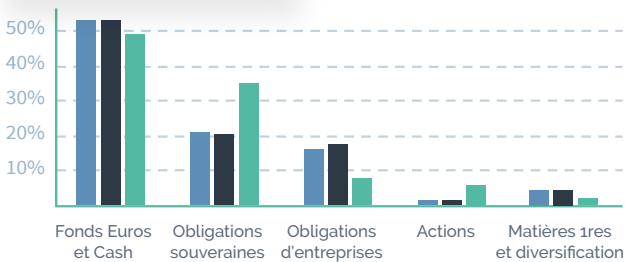
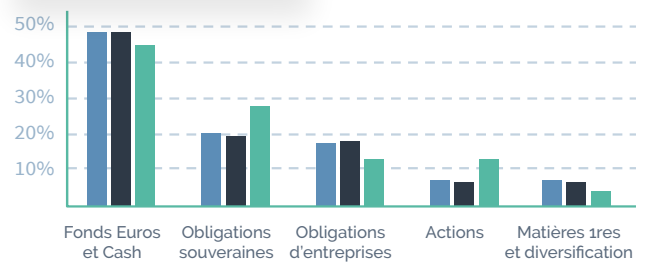
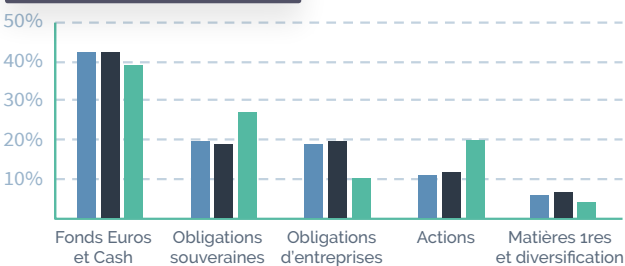
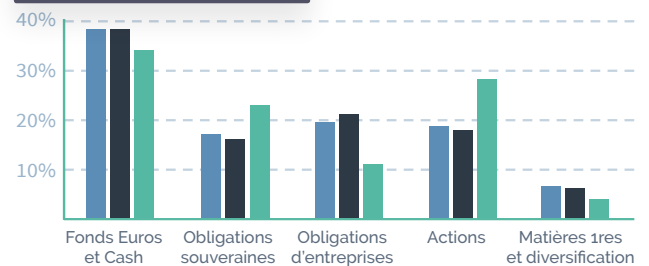
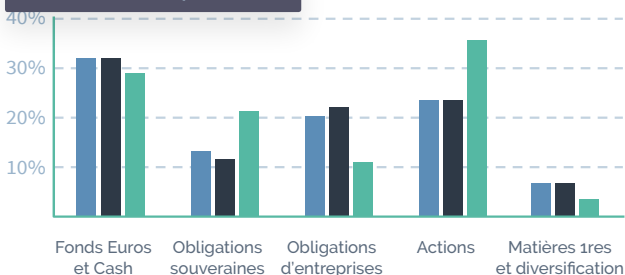
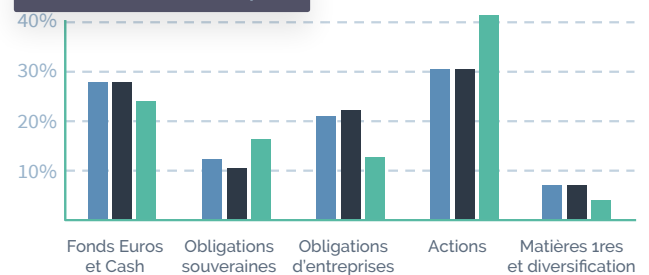
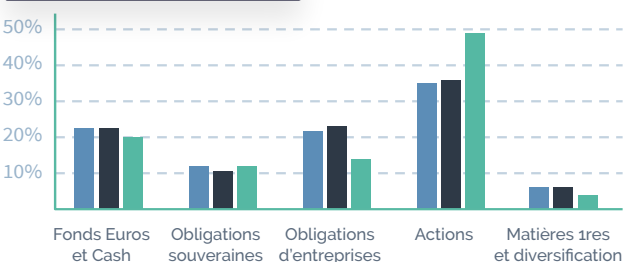
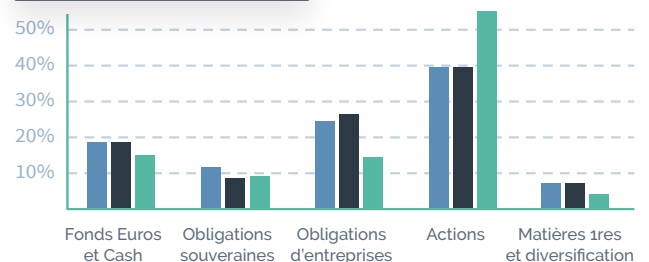
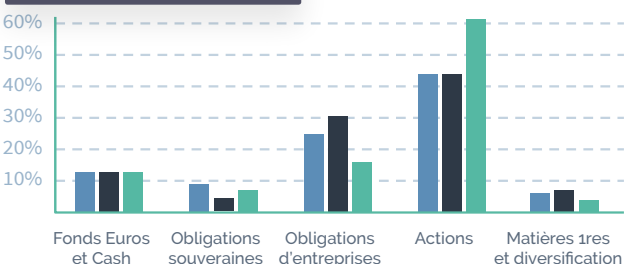
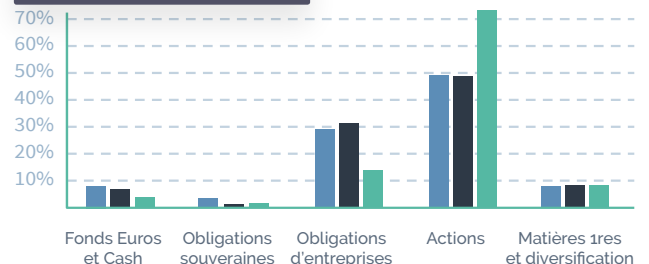


Sources : Bloomberg, WeSave

des investissements. Par ailleurs, les devises émergentes se déprécient par crainte d'un ralentissement économique, il est difficile pour ces pays d'attirer encore les capitaux internationaux, et le coût des dettes contractées en Dollar monte fortement. Enfin, le choc politique argentin en août rappelle la vulnérabilité potentielle des actifs financiers de ces pays. Nous maintenons notre sous-pondération à l'égard des actifs émergents.

Comparatifs d'allocations entre Sept 2019, Juillet 2019 et la stratégie long terme.

■ Sept 2019 ■ Juillet 2019 ■ Allocation long-terme

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



## En route pour la retraite : Examen du PER

En complément du point marché, Thomas Montagnon, responsable du pôle patrimonial, décrypte les principales nouvelles du secteur de la gestion de patrimoine.

Pour la rentrée, de nombreuses précisions sont intervenues dans le paysage fiscal français, et plus précisément celui de l'épargne retraite. En effet, l'actuel système de retraite, dont la viabilité et la pérennité sont sans cesse remises en question du fait du vieillissement constant de la population, nécessite de profonds changements, afin de trouver de nouvelles sources de financements, celui par prélèvement obligatoire et in fine par répartition n'étant plus suffisant.

Dans cette optique, la loi PACTE, portée par le gouvernement, doit permettre le développement de l'épargne longue dans le but de trouver des modes de financement complémentaire. Elle précise un nouveau plan d'épargne retraite (PER) venant se substituer aux dispositifs retraite existants (PERP, PERCO, article 83).

Celui-ci sera disponible à la commercialisation dès le 1er octobre, tandis que les PERP seront quant à eux fermés à la commercialisation le 1er octobre 2020,

les versements sur les contrats déjà ouverts restant possibles. Quels sont les dispositions et types de ces nouveaux plan d'épargne retraite ?

Le PER, nouveau véhicule venant uniformiser le paysage de l'épargne retraite français, se décline selon trois types :

- Le PER Individuel - PERIN, Ancêtre : PERP
- Le PER Collectif - PERCOL, Ancêtre : PERCO
- Le PER Collectif Catégoriel - PERCAT\*, Ancêtre : Article 83

Bercy met en exergue trois types de versements afin que l'épargnant puisse trouver le PER adapté. Ainsi les versements volontaires pourront être alloués au PERIN, PERCOL ou PERCAT. L'épargne salariale, somme correspondant aux participations, intéressements et abondements, sera réservée au PERCOL. Les versements obligatoires correspondant aux versements effectués par l'employeur et le salarié concerneront le PERCAT.

### // PER Individuel

Il est important de rappeler que tout capital versé sur



un PER est, en principe, bloqué jusqu'à l'âge de départ en retraite avec quelques cas possible de « débloqué anticipé »:

- Invalidité
- Décès
- Expiration des droits chômage
- Surendettement
- Cessation d'activité à la suite d'un jugement de liquidation judiciaire
- PERP de moins de 2000€ (selon conditions)

**Le PER permettra de débloquer éventuellement les sommes versées pour l'achat d'une résidence principale.**

De profonds changements interviennent également sur les possibilités de sortie afin de favoriser la souplesse et la disponibilité pour l'investisseur. Pour mémoire, le PERP pouvait déjà être débloqué au moment de la retraite de deux façons, la conversion du capital en rente pleine ou partielle (avec débloqué de 20% du capital) et le versement total du capital dans le cas d'un achat de résidence principale, sous certaines conditions (ne pas avoir été propriétaire de son logement au cours des deux dernières années notamment), afin de disposer d'un apport personnel.

**Le PER permettra des retraits libres en rente ou capital en une fois ou de manière fractionnée.**

Le PER apporte aussi des précisions dans le cas d'un décès prématuré au départ en retraite. Les sommes épargnées jusque-là par le défunt sont reversées à un (ou plusieurs) bénéficiaire(s) désigné(s) au contrat selon les règles applicables à l'assurance-vie. Le contrat peut ainsi permettre le versement d'un capital, ou d'une rente aux bénéficiaires. L'intégration à l'actif successoral des sommes dans le cas d'un décès après 70 ans est conservé également.

## PER Collectif

Le PER Collectif sera disponible pour les entreprises ayant mis en place un dispositif d'épargne salariale. Il leur permettra de bénéficier de nouveaux

avantages fiscaux et pourra être alimenté à la fois par l'intéressement, la participation, la conversion de droits de compte épargne temps, de jours de repos non utilisés, ou encore, par versement volontaire.

## PER Collectif Catégoriel

Contrairement au deux précédents, la sortie en capital ne sera pas autorisée tout comme la possibilité de débloqué anticipé. Logique en somme puisqu'il sera alimenté par l'entreprise de manière obligatoire.

*Page suivante vous trouverez le tableau recensant les dispositions et la fiscalité inhérente (source mingzi.fr)*

Dans l'alignement du gouvernement et le cadre de la loi PACTE, les épargnants pourront s'ils le souhaitent transférer leur épargne disponible sur des enveloppes assurance-vie vers de l'épargne retraite. Une fiscalité avantageuse est envisagée dans ces cas-là : jusqu'au 1er janvier 2023, tout rachat d'un contrat d'assurance-vie de plus de 8 ans fera l'objet d'un abattement fiscal doublé par rapport aux règles usuelles à conditions que les sommes soient réinvesties dans un PER et que le rachat soit effectué au moins cinq ans avant le départ en retraite. Cette disposition peut s'avérer utile dans l'optique de transformer de la plus-value réalisée sur une enveloppe assurance-vie en capital.

**L'équipe des conseillers WeSave reste à votre écoute pour échanger sur vos projets patrimoniaux et vous aider à définir une stratégie d'investissement optimale au regard de vos objectifs et votre situation.**



Septembre 2019

**PERIN**

Successeur du PERP et du Madelin retraite

Accessible à tous

**Versements volontaires  
(PERIN & PERCOL)**
**PERCOL**

Successeur du PERCO

Accessible aux salariés et dirigeants des entreprises ayant mis en place un dispositif d'épargne salariale

**Epargne salariale (participation,  
intéressement, abondement) - PERCOL**
**PERCAT**

Successeur de l'Article 83 (PER Entreprise)

Accessible aux salariés et dirigeants pour lesquels l'entreprise a mis en place le dispositif

**Versements obligatoires - PERCAT**
**Fiscalité à l'entrée**

Deux options:

Option 1 : Les sommes versées sont déduites de l'assiette de l'impôt sur le revenu dans la limite du plafond prévu.

Option 2 : Les sommes versées ne sont pas déduites de l'assiette de l'IR.

Les sommes versées sont déduites de l'assiette de l'impôt sur le revenu dans la limite du plafond prévu.

Les sommes versées sont déduites de l'assiette de l'impôt sur le revenu dans la limite du plafond prévu.

**Fiscalité à la sortie**

Option 1 : Epargne ayant donné lieu à déduction d'impôt

> IR : Régime des rentes viagères à titre gratuit

Option 2 : Epargne n'ayant pas donné lieu à déduction d'impôt

> IR régime des rentes viagères à titre onéreux

IR : Régime des rentes viagères à titre onéreux

IR : Régime des rentes viagères à titre gratuit

**EN RENTE**

Option 1 : Epargne ayant donné lieu à déduction d'impôt

> Le capital est soumis au barème progressif de l'IR, les plus-values à la flat tax.

Option 2 : Epargne n'ayant pas donné lieu à déduction d'impôt

> Les plus-values sont soumises à la flat tax.

Le capital est exonéré d'IR.  
Les plus-values sont soumises aux prélèvements sociaux.

La sortie en capital n'est pas possible.

**EN CAPITAL**

Sortie anticipée pour acquisition de la résidence principale

Option 1 : Epargne ayant donné lieu à déduction d'impôt

> Le capital est soumis au barème progressif de l'IR, les plus-values à la flat tax.

Option 2 : Epargne n'ayant pas donné lieu à déduction d'impôt

> Les plus-values sont soumises à la flat tax.

Le capital est exonéré d'IR.  
Les plus-values sont soumises aux prélèvements sociaux.

Le capital est exonéré d'IR.  
Les plus-values sont soumises aux prélèvements sociaux.

**ANTICIPÉE**

Autres motifs :

Le capital est exonéré d'impôt.

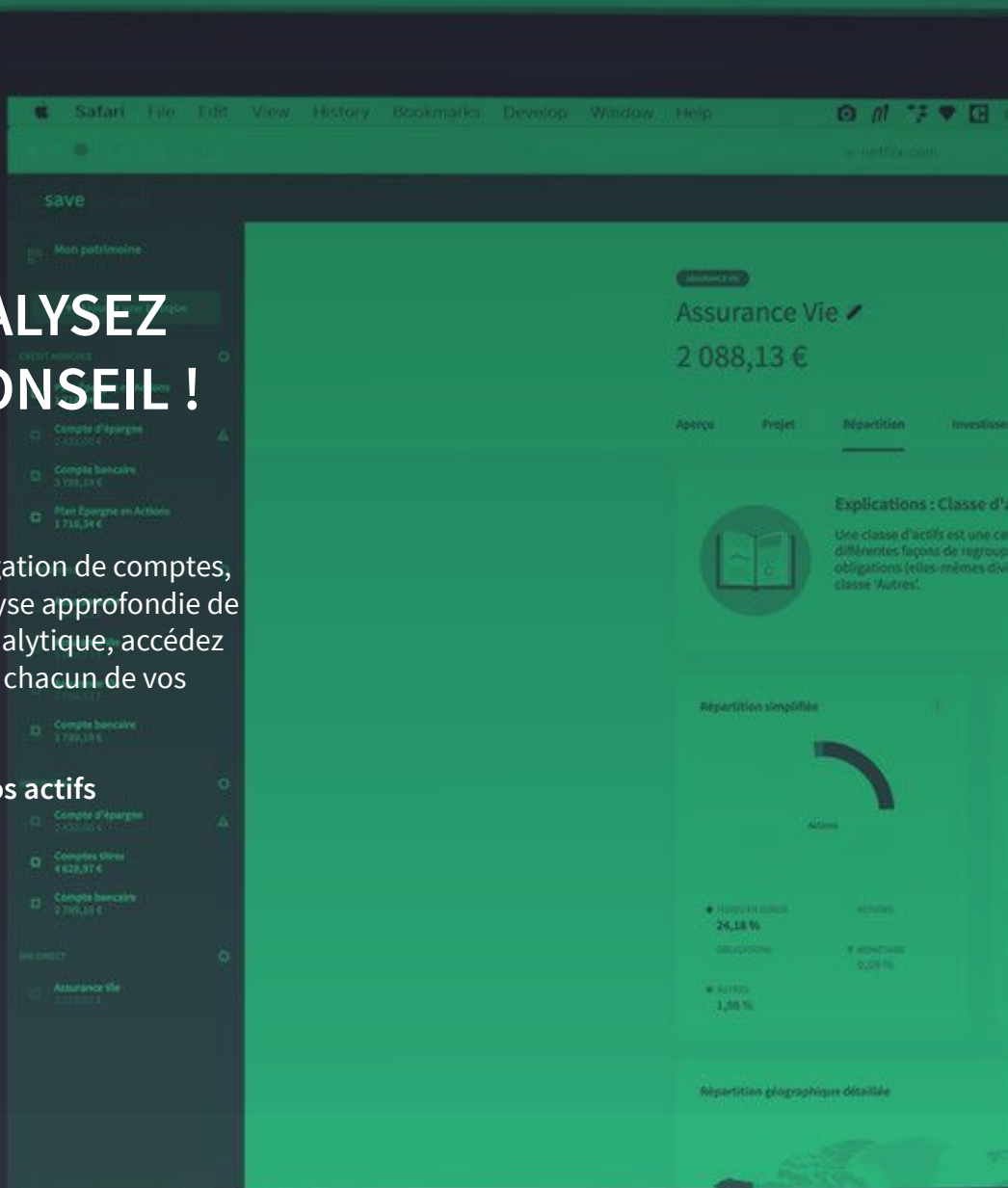
Les plus-values sont soumises aux prélèvements sociaux.

Sources : mingzi.fr

# AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

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

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



**wesave**

Contactez un conseiller au 01 80 49 70 00

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

Ou par email à [conseiller@wesave.fr](mailto:conseiller@wesave.fr)

Achévé de rédiger le 31 Août 2019 - © 2019 WeSave . Tous droits réservés . Conseiller en Investissement Financier, régulé par l'AMF

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

WeSave est une marque de ANATEC- 4 rue Charlemagne 75004 PARIS - SAS au Capital de 272 820 €, ayant pour numéro unique d'immatriculation 523 965 838 au RCS de Paris. N° ORIAS 15 004 968 ([www.orias.fr](http://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.