

NUMÉRO 41

— JANVIER 2020

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

/ SOMMAIRE

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

17 Nos vues tactiques et stratégiques
18 Pour aller plus loin

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Janvier 2020



Fêtes, vœux, résolutions... et lendemains de fête ?

Un millésime s'achève et un nouveau commence. Immuablement, fêtes, vœux et résolutions parachèvent l'année. En dépit des multiples inquiétudes et vents contraires, 2019 aura paradoxalement été un cru exceptionnellement favorable pour l'épargnant. À l'heure du bilan, l'investisseur ne peut alors que s'interroger quant aux perspectives s'offrant encore à lui, aux espoirs de gains résiduels ou à leurs risques associés, et aux allocations qui pourraient dès lors paraître adaptées.

/// Fêtes...

Chaque fin d'année aboutit aux tant attendues fêtes, synonymes de distribution de cadeaux et d'agapes. En 2019, le bas de laine suspendu à la cheminée par l'épargnant a été particulièrement garni, toutes les classes d'actifs ayant contribué positivement durant l'année !

Sans surprise, les classes d'actifs réputées « risquées », c'est-à-dire celles dont les performances sont susceptibles de varier le plus fortement, sont aussi celles ayant dégagé les meilleurs rendements. Mais plusieurs comportements très atypiques doivent

être soulignés, apportant un éclairage instructif quant aux spécificités de l'année 2019 :

- > Les rendements de la plupart des actifs ont été exceptionnellement élevés au regard des moyennes historiques.
- > Les actifs réputés « risqués » (actions) ou « refuge » (obligations) ont tous deux fortement progressé, mais c'est surtout la fréquente simultanéité de leurs évolutions (i.e. forte corrélation positive) qui est exceptionnelle, alors qu'ils ont habituellement des comportements divergents, et donc complémentaires.
- > Compte tenu du contexte, les volatilités de tous les actifs ont été particulièrement faibles, notamment au regard de leurs historiques passés.
- > Les actions ont fortement progressé, alors même que les investisseurs n'ont cessé de retirer massivement des capitaux durant toute l'année (-180,5 Mds \$).
- > Les actions émergentes et les petites capitalisations boursières sont restées en retrait de leurs consœurs, alors qu'elles surperforment habituellement quand les marchés montent fortement.



Performance 2019 (en devises locales)

OBLIGATIONS

Souverain monde	5,59%
Émergents	13,11%
Entreprises	10,74%
Entreprises "High Yield"	12,56%

MATIÈRES PREMIÈRES

Énergie	24,16%
Métaux industriels	1,53%
Métaux précieux	18,53%
Denrées alimentaires	8,03%

DEVISES

Euro-Dollar	-2,22%
Euro-Livre Sterling	-5,90%
Euro-Franc Suisse	-3,55%
Euro-Yen	-3,23%
Euro-Yuan	-0,66%

ACTIONS (DIVIDENDES INCLUS)

Monde	27,30%
Émergents	18,63%
S&P 500 (États-Unis)	31,48%
Nasdaq 100 (États-Unis)	39,46%
Stoxx 600 (Europe)	27,75%
Europe Stoxx 50 (Europe)	28,16%
Euro Stoxx 50 (Zone Euro)	30,12%
CAC 40 (France)	31,99%
CAC Mid & Small (France)	24,58%
DAX 30 (Allemagne)	25,48%
FTSE 100 (Royaume-Uni)	17,82%
Nikkei 225 (Japon)	20,69%
CSI 300 (Chine)	38,68%
Style "croissance" (États-Unis)	32,05%
Style "décoté" (États-Unis)	32,45%

Sources: Bloomberg, WeSave

Pour compléter cette photographie égrenant des paradoxes, rappelons que 2018 avait été une bonne année économique, tant du point de vue de la croissance mondiale que de la progression des bénéfices des entreprises, et pourtant ce fut un désastre boursier pour toutes les classes d'actifs. En 2019, c'est exactement l'inverse qui a pu être observé :

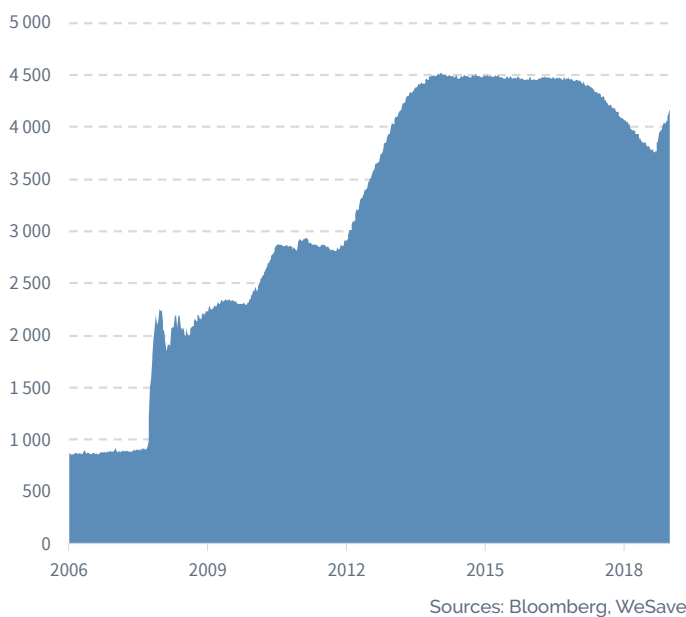
la croissance mondiale n'a cessé de se dégrader, les entreprises ont affiché en moyenne une stagnation ou même souvent un recul de leurs bénéfices, et pourtant l'année boursière a été exceptionnellement favorable.

En 2019, le Père Noël s'appelait Jérôme Powell (président de la banque centrale américaine) et, s'étant



égaré fin 2018, il a décidé d'offrir en compensation une année entière de cadeaux aux investisseurs ! La FED a en effet procédé à un revirement à 180° de sa politique monétaire : après une ultime hausse de taux en décembre 2018, ce sont trois baisses de taux consécutives de 25 points de base qui ont été actées en 2019, ramenant les taux directeurs dans une fourchette 1,50%-1,75%. De plus, sous couvert de fluidifier les échanges interbancaires aux États-Unis, des achats massifs d'obligations (+408 Mds \$, soit +102 Mds \$ par mois) sont de nouveau effectués depuis le mois de septembre 2019. La différence avec un traditionnel « quantitative easing » est notamment que la durée de détention des obligations ainsi acquises est supposée être éphémère, bien que constamment reconduite dans les faits ! Ce revirement radical de politique monétaire, pris pour modèle par la plupart des banques centrales au monde, explique l'euphorie boursière de tous les actifs en 2019, les anticipations et allocations financières des investisseurs étant prises à revers par cet afflux inespéré de liquidités.

Total du Bilan de la FED (Milliards de \$)



La performance à nouveau exceptionnelle des actifs obligataires doit donc être analysée à l'aune de ce revirement complet de politique monétaire. Cette nouvelle prouesse boursière a, de plus, été confortée

par des flux entrants massifs de capitaux, à tel point que les rendements de beaucoup d'obligations souveraines, mais aussi celles de certaines entreprises très solides, sont devenus négatifs. Autrement dit, celui qui prête de l'argent à ces États ou entreprises accepte de n'être jamais remboursé de l'intégralité des capitaux avancés.

Ne percevant plus de rendement sur certaines obligations, les investisseurs ont été contraints d'accepter de prendre plus de risques en s'orientant d'abord vers les obligations d'émetteurs plus fragiles (émérgents, ou bien encore obligations « High Yield »), voire en se portant acquéreurs d'actions de sociétés solides pour bénéficier des versements réguliers de dividendes qu'elles effectuent. Comme les flux de capitaux en témoignent, la hausse des actions en 2019 n'a pas été motivée par un contexte favorable ou par des perspectives prometteuses, mais c'était plutôt l'expression d'une capitulation, une allocation financière par défaut baptisée « TINA » par les investisseurs anglo-saxons : « There Is No Alternative » !

Les politiques monétaires du monde entier étant convergentes, à défaut d'être coordonnées, les fluctuations de devises ont été finalement assez modestes, contribuant à la volatilité modérée des autres actifs financiers. Enfin, le rebond des matières premières s'explique par le fait que le risque de récession économique est endigué ou différé grâce à l'intervention des banques centrales.

Flux de capitaux en 2019

Flux de capitaux en 2019	Mds \$	en %
Actions	-180,5	-1,2%
Obligations	449	2,9%
Matières premières	15,1	1,8%
Monétaire	590,4	2%

Sources: EPFR Global, WeSave



/// ...Vœux...

Après les fêtes vient le moment de se projeter à nouveau vers l'année suivante : c'est le temps des vœux ! 2019 ayant été une année boursière exceptionnelle, l'investisseur ne peut que souhaiter que les tendances se prolongent encore. Pour cela, plusieurs obstacles devront être surmontés.

Dans la mesure où les perspectives de croissance économique mondiale devraient rester moroses et qu'un rebond significatif de l'inflation n'est pas prévisible à ce stade, les banquiers centraux n'ont pas d'urgence à envisager de normaliser à nouveau leurs politiques monétaires.

L'inflexion de politique monétaire ayant été au cœur du rebond des divers actifs financiers, il est essentiel que le comportement accommodant des banques centrales ne soit pas remis en cause. Dans la mesure où les perspectives de croissance économique mondiale devraient rester moroses et qu'un rebond significatif de l'inflation n'est pas prévisible à ce stade, les banquiers centraux n'ont pas d'urgence à envisager de normaliser à nouveau leurs politiques monétaires. Selon la situation spécifique de chaque pays, la neutralité ou le comportement accommodant semblent être les options les plus vraisemblables pour 2020. Si une « erreur » semble peu probable du côté des banquiers centraux, se pose en revanche la question de l'efficacité résiduelle de leurs politiques monétaires et des éventuels instruments d'intervention dont ils disposent si le tassement économique prévu venait à dégénérer en récession. Chaque inflexion de communication des banques centrales deviendra désormais un point d'attention majeur pour les investisseurs. L'assouplissement des politiques monétaires a contribué à la performance des marchés en 2019, mais pour 2020, les possibilités

d'interventions des banques centrales semblent désormais limitées !

L'impulsion monétaire essoufflant, le relais budgétaire est un potentiel facteur d'accélération de croissance vivement espéré par la plupart des investisseurs. En dépit de niveaux d'endettement déjà très conséquents dans la plupart des pays, l'actuelle faiblesse des taux d'intérêts exigés par les prêteurs, voire la situation singulière des intérêts négatifs, encouragent plutôt les initiatives budgétaires des États. C'est notamment autour de l'urgence climatique que le consensus est le plus fort : des « green deals » sont attendus dans bien des pays, notamment en zone Euro, Ursula von der Leyen envisageant le déblocage d'un budget avoisinant les 1 000 Mds € à cet effet. Mais disposer de capitaux ne suffit pas car il est nécessaire de trouver les bons projets et les entreprises pour les réaliser, de disposer de la main d'œuvre qualifiée requise et d'adapter la fiscalité ou le contexte réglementaire lorsqu'il le faut, etc. À défaut de soutiens budgétaires coordonnés entre les grands États, le contexte étant plutôt à l'égoïsme et au protectionnisme, quelques impulsions financières peuvent être espérées, mais elles seront probablement étalées sur plusieurs années, et la croissance additionnelle apportée devrait rester modeste. Par ailleurs, des événements tels que le Brexit peuvent inciter à « garder des munitions » car le contexte économique pourrait se dégrader bien plus qu'attendu à ce jour.

En dépit de niveaux d'endettement déjà très conséquents dans la plupart des pays, l'actuelle faiblesse des taux d'intérêts exigés par les prêteurs, voire la situation singulière des intérêts négatifs, encouragent plutôt les initiatives budgétaires des États.



	PIB (%)			Inflation (%)			Budget (%)			Dettes Souveraines		
	2018	2019 estimé	2020 estimé	2018	2019 estimé	2020 estimé	2018	2019 estimé	2020 estimé	(Mds \$)	Dettes / PIB	due à 1 ans
Monde	3,7	3,0	3,1	3,3	3,0	3,0						
Pays Développés	2,3	1,7	1,5	2,3	1,7	1,9	-2,3	-2,5	-2,8			
Principaux pays émergents (BRICS)	5,7	5,1	5,1	2,6	3,1	3,3	-3,8	-4,1	-4,3			
Zone Euro	1,9	1,4	1,2	1,9	1,5	1,5	-0,8	-0,9	-1,1			
Afrique du Sud	0,7	0,5	1,1	4,6	4,2	4,7	-4,0	-6,2	-6,3	211,5	53%	16%
Allemagne	1,5	0,5	0,6	1,9	1,4	1,4	1,6	1,2	0,6	1 848,3	64%	18%
Brésil	1,2	1,0	2,1	3,7	3,6	3,6	-7,1	-6,1	-5,4	1 161,1	84%	15%
Chine	6,6	6,1	5,9	2,1	2,8	3,0	-4,1	-4,5	-4,8	4 225,9	48%	15%
États-Unis	2,9	2,3	1,8	2,4	1,8	2,1	-4,1	-4,6	-4,8	16 747,6	82%	28%
France	1,5	1,3	1,2	2,1	1,3	1,3	-2,7	-3,1	-2,5	2 279,3	97%	13%
Grande-Bretagne	1,4	1,3	1,0	2,5	1,8	1,8	-1,5	-2,0	-2,4	2 140,6	87%	13%
Inde	7,4	5,5	5,1	4,1	3,5	4,0	-3,6	-3,7	-3,7	1 012,5	70%	14%
Italie	0,8	0,2	0,5	1,2	0,7	0,8	-2,0	-2,2	-2,4	2 258,5	132%	16%
Japon	0,7	0,9	0,3	1,0	0,6	0,8	-3,8	-3,0	-3,0	9 843,3	236%	20%
Russie	1,8	1,2	1,7	2,9	4,5	3,4	2,3	2,0	1,1	243,6	17%	21%

Donnée qui se détériore

Sources: FMI, OCDE, Eurostat, WeSave

Pour 2020, le principal vœu qu'il faudrait voir exaucé serait que les tensions entre la Chine et les États - Unis s'estompent. L'accord d'étape de « phase 1 », laborieusement conclu en décembre 2019, ne suffira pas à lever l'inquiétude des investisseurs et des ménages, cet interminable conflit commercial n'étant que la partie émergée d'une compétition acharnée afin d'obtenir ou de conserver le leadership mondial. Démocrates et Républicains américains étant unanimes quant à la nécessité de cette « mise au point », ce bras de fer se prolongera durant de nombreuses années, sous de multiples formes : obstacles administratifs, normes sanitaires, obstructions financières, voire de véritables conflits militaires par pays tiers interposés. Si les marchés financiers semblent être parvenus à s'accommoder de ces chauds-froids permanents, l'économie réelle accuse en revanche le coup : l'investissement des entreprises a décroché, tout comme le commerce mondial souffre du protectionnisme qui se généralise, et la récession industrielle observée en 2019 est indiscutablement la conséquence du conflit sino-américain. Les entreprises commencent à intégrer le fait que ce changement de contexte soit permanent

et non pas temporaire, et qu'il faille impérativement s'y adapter. Délocaliser une production vers un autre pays, réorganiser les liens avec les fournisseurs et les clients, rétablir la quantité et la qualité de production passée... tout cela a un coût élevé, alors même que la croissance se tasse, ce qui signifie que les marges des entreprises risquent de rester sous pression en 2020. Quand bien même une trêve entre Américains et Chinois pourrait être observée en 2020, il ne faut pas exclure l'hypothèse de l'ouverture de nouveaux fronts (cf. Brésil et Argentine sur les métaux, France pour la taxation des GAFAs, et pourquoi pas l'automobile allemande ?), D. Trump étant tenté de détourner ainsi l'attention de la procédure de destitution à son égard, tout en affirmant ses efforts pour soutenir l'économie américaine !

“ Si les marchés financiers semblent être parvenus à s'accommoder de ces chauds-froids permanents, l'économie réelle accuse en revanche le coup. ”



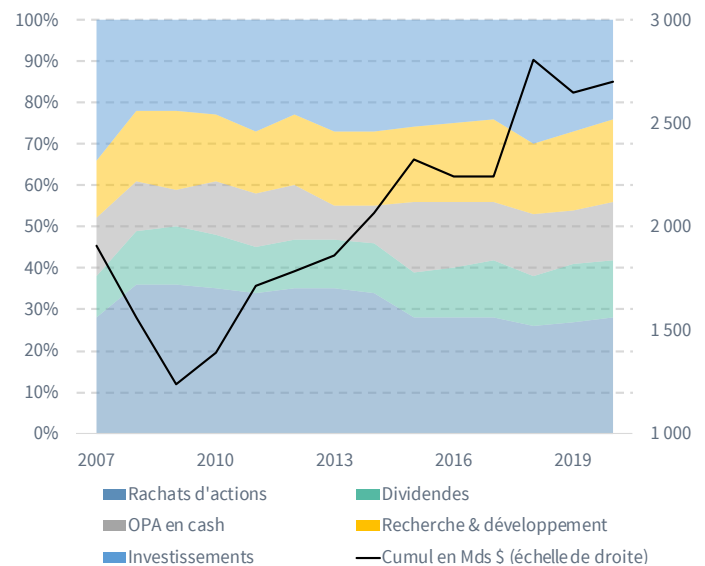
Les investisseurs feront alors aussi le vœu que la campagne présidentielle américaine ne provoque pas trop de volatilité sur leurs investissements et sur le Dollar. Même si la procédure d'*impeachment* a été engagée à l'encontre de D. Trump, il sera le candidat naturel des Républicains, son bilan économique plaidant plutôt en sa faveur (croissance, faiblesse du chômage, records boursiers en série), en dépit de l'ampleur du déficit budgétaire (985 Mds \$, soit 4,8% du PIB) et du creusement de l'endettement (16 630 Mds \$, soit 82% du PIB) que cela a nécessité. En revanche, du côté des Démocrates, l'hypothèse d'une candidature idéologique et radicale ne peut pas être écartée à ce stade, et cela inquiéterait fortement les investisseurs.

“ Pour le Royaume-Uni, la tentation est en effet forte de chercher à atténuer le moindre accès aux marchés européens en dopant sa compétitivité par une fiscalité agressive : c'est l'hypothèse dite du « Singapour-sur-Tamise ». ”

La candidate E. Warren, bien placée dans les sondages pour les primaires Démocrates, n'a en effet pas hésité à se mettre à dos la finance (Wall Street) afin d'attirer les votes de la rue (Main Street) ! Son programme économique, s'il était mis en œuvre, serait en effet extrêmement pénalisant pour les marchés : les leaders de la technologie américaine pourraient être démantelés et se voir interdire toute acquisition additionnelle, les rachats d'actions et les versements de dividendes pourraient être stoppés ou contingentés, les salaires seraient brutalement relevés, l'exploitation des schistes pétroliers serait interdite, etc. S'attaquer aux « vaches sacrées » de la cote en pleine compétition technologique avec la Chine, casser la mécanique de soutien des marchés par les entreprises elles-mêmes, provoquer un sursaut d'inflation par les salaires ou le pétrole... les

cauchemars que D. Trump a pu provoquer pourraient faire pâle figure à côté de ceux qu'E. Warren pourrait susciter !

Allocation des capitaux par les entreprises américaines en % et montants cumulés



Sources : Goldman Sachs, WeSave

Comme si ces tourments politiques ne suffisaient pas, pour 2020 il faudra aussi faire le vœu que les négociations entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne quant aux modalités concrètes du Brexit ne dégénèrent pas en guerre fiscale ou par les devises. Pour le Royaume-Uni, la tentation est en effet forte de chercher à atténuer le moindre accès aux marchés européens en dopant sa compétitivité par une fiscalité agressive : c'est l'hypothèse dite du « Singapour - sur - Tamise ». De même, au-delà des mouvements spontanés dus aux marchés, la Livre Sterling pourrait se déprécier fortement sous l'impulsion d'une politique monétaire délibérément très accommodante de la Banque d'Angleterre, alors que la BCE dispose dans le même temps de marges de manœuvres limitées. Pour les investisseurs, les fortes variations de devises sont une véritable hantise car cela déstabilise tous les calculs de rendements anticipés des actifs financiers. Toutefois, les États devant impérativement collecter des recettes fiscales pour couvrir leurs déficits et leur endettement, une



guerre fiscale semble peu probable, d'autant que les actuelles négociations internationales vont plutôt dans le sens d'une certaine recherche d'harmonisation fiscale mondiale.

/// ...Résolutions...

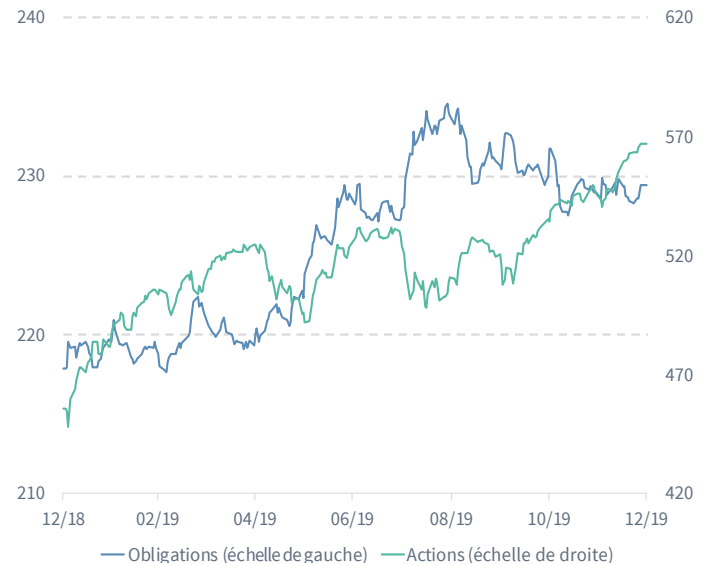
Les vœux ne se réalisant pas toujours, quelques bonnes résolutions prises en début d'année pourraient permettre à l'investisseur de passer une année 2020 agréable, ou d'en atténuer éventuellement les phases de stress.

“ Il est bien entendu frustrant de voir certains composants d'un portefeuille faire perdre de l'argent à leurs détenteurs, mais si cela permet d'assurer à nouveau une véritable gestion du risque, c'est alors un sacrifice utile. ”

La première résolution sera de conserver des allocations d'actifs financiers diversifiées en 2020. Alors qu'en début d'année 2019 l'impulsion des politiques monétaires accommodantes des banques centrales avait soutenu simultanément tous les actifs, la situation a finalement changé depuis l'été, la FED laissant entendre qu'un statu quo approchait. De fait, les actions et les obligations ont finalement retrouvé des comportements plus divergents, les actions progressant alors que les obligations ont baissé dans le même temps. Ceci signifie que, dans une allocation d'actifs, leur complémentarité est à nouveau opérationnelle, ce qui est une bonne nouvelle pour les investisseurs ! Il est bien entendu frustrant de voir certains composants d'un portefeuille faire perdre de l'argent à leurs détenteurs, mais si cela permet d'assurer à nouveau une véritable gestion du risque, c'est alors un sacrifice utile. À l'évidence, l'insuffisance de rendement sur les obligations incite les investisseurs à se porter plutôt sur les actions, mais cela se fait

en dépit de fondamentaux très inconfortables, ce qui explique les biais structurellement défensifs des investisseurs, notamment dans leur détention d'actions.

Comportements comparés des actions et obligations souveraines internationales



Sources : Bloomberg, WeSave

La seconde résolution sera de ne pas se laisser aller à la gourmandise. Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales anesthésient les réflexes des investisseurs : l'appétit pour le risque est souvent trop fort et l'impression d'immunité est trompeuse. La régularité des performances, les corrections modérées, ou encore la faible volatilité, incitent à se laisser porter. De plus, les méthodes traditionnelles de valorisation sont disloquées par des taux d'intérêts nuls ou négatifs, les calculs d'actualisation perdant tout leur sens. En l'absence de repères quantifiables, les gérants se portent donc généralement sur les mêmes thématiques : les situations de monopoles ou d'oligopoles, les sociétés ayant du « pricing power », celles offrant d'importants rendements du dividende ou des rachats d'actions, l'investissement socialement responsable, etc. Mais il faut se méfier des allocations consensuelles, car elles portent en elles le germe de décrochages très forts : il n'y aura plus d'acheteur résiduel lorsque certains



investisseurs se décideront à vendre, d'où des baisses très violentes, faute de contreparties en bourse. L'ampleur des liquidités en circulation n'y change alors rien, les prix deviennent la variable d'ajustement lorsqu'il n'y a pas d'acheteur.

La troisième résolution consiste à privilégier les actifs liquides. Cette stratégie n'empêche pas de subir parfois des décrochages importants de valorisation de son portefeuille, mais cela permet d'effectuer si nécessaire des réallocations de grande ampleur, et de ne pas être piégé avec des actifs dont plus personne ne veut. Il est par exemple important, en amont d'éventuelles crises à venir, de bien mesurer la capacité à liquéfier si nécessaire ses avoirs. Une certaine prudence semble par exemple justifiée aujourd'hui à l'égard du non coté : quels seraient les frais attachés à la sortie de sa position, quel délai pour se voir restituer les capitaux, quel impact d'une telle décision sur la performance, etc. ? Les importantes déceptions boursières ayant suivi plusieurs introductions en bourse de « licornes » en 2019 (Uber -33%, Lyft -36%, etc.), ou encore l'exemple stupéfiant de Wework (valorisé 47 Mds \$ début 2019, et finalement sauvé en urgence avec une nouvelle valorisation de 8 Mds \$ fin 2019, soit une baisse de 83% de sa valorisation !) dans le non coté justifient d'être bien plus vigilants à l'égard de certains actifs.

“ Mais il faut se méfier des allocations consensuelles, car elles portent en elles le germe de décrochages très forts : il n'y aura plus d'acheteur résiduel lorsque certains investisseurs se décideront à vendre, d'où des baisses très violentes, faute de contreparties en bourse. L'ampleur des liquidités en circulation n'y change alors rien, les prix deviennent la variable d'ajustement lorsqu'il n'y a pas d'acheteur. ”

Performances d'Uber et Lyft depuis leur introduction en bourse (en base 100)



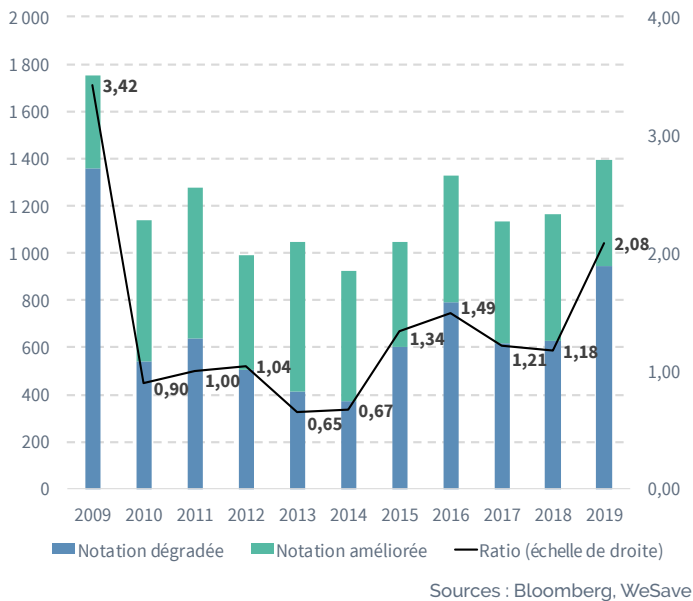
Sources : Bloomberg, WeSave

La dernière résolution consistera à porter à nouveau beaucoup plus son attention sur les fondamentaux des entreprises que sur la macroéconomie et la géopolitique. À l'évidence, la microéconomie était secondaire depuis deux ans puisqu'en 2018 les entreprises affichaient une forte progression de leurs bénéfices et que les marchés se sont quand même effondrés.

En 2019, c'est exactement l'inverse qui s'est produit : une spectaculaire hausse des indices malgré des bénéfices stables ou en recul en moyenne. En 2020, sauf événement imprévu, les interventions des banques centrales et des États ne devraient pas surprendre significativement les investisseurs, comme cela a été le cas en 2019 avec le changement radical de politique monétaire de la FED, ce qui signifie que les dynamiques de chiffres d'affaires et de bénéfices, les fusions et acquisitions, les stratégies de versements de dividendes ou de rachats d'actions, etc., seront à nouveau déterminantes pour l'évolution des cours de bourse. Il conviendra notamment de porter une attention toute particulière sur la dette des entreprises et sur les changements de leurs notations, car leur coût de financement, voire parfois leur survie, en dépend.



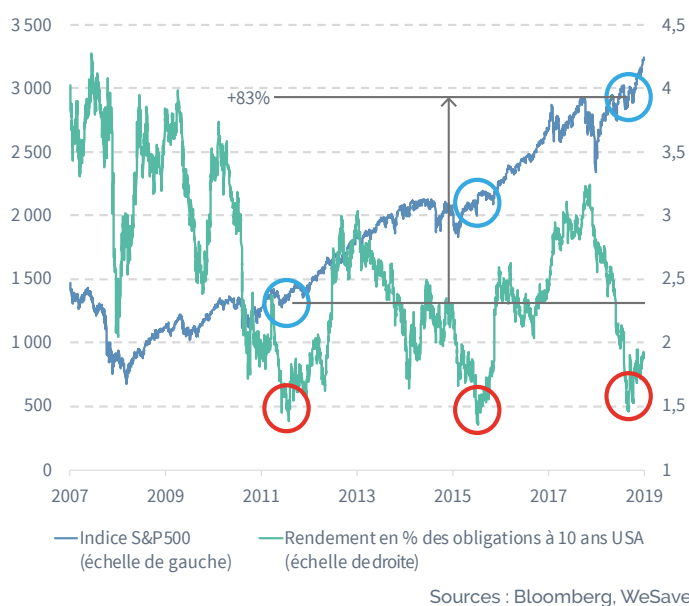
Nombre de sociétés US voyant leur notation améliorée ou dégradée et ratio entre les deux



...Mais attention aux éventuels lendemains de fête !

La frontière entre optimisme et complaisance est fine. Il nous a donc semblé utile de souligner quelques points d'attention et d'expliquer pourquoi la microéconomie pourrait désormais revenir sur le devant de la scène.

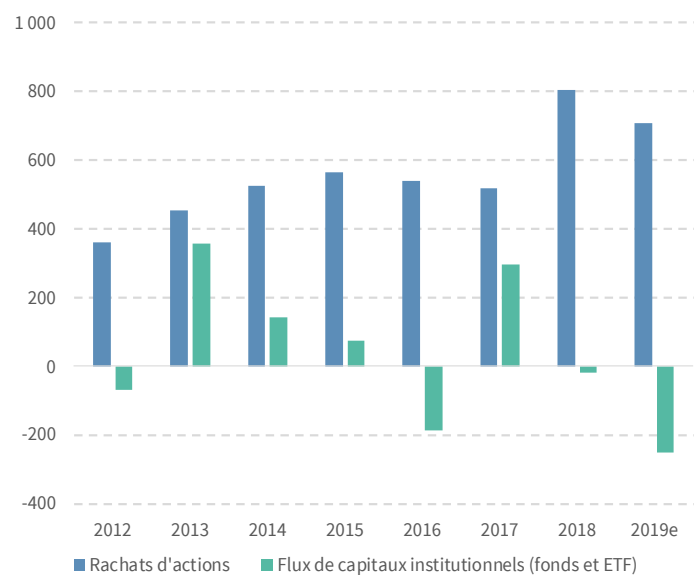
Évolution du S&P500 et des obligations à 10 ans US



Pendant que le rendement des obligations souveraines américaines à 10 ans reste proche de

ses plus bas historiques touchés à trois reprises depuis 2012, le principal indice des actions du pays, le S&P500, a presque doublé (+83%, soit un rythme annualisé de +8,9%). Les mouvements sur les taux d'intérêts n'expliquent donc plus à eux seuls la hausse des actions.

Évolution des rachats d'actions VS Flux de capitaux institutionnels aux USA (Mds \$)



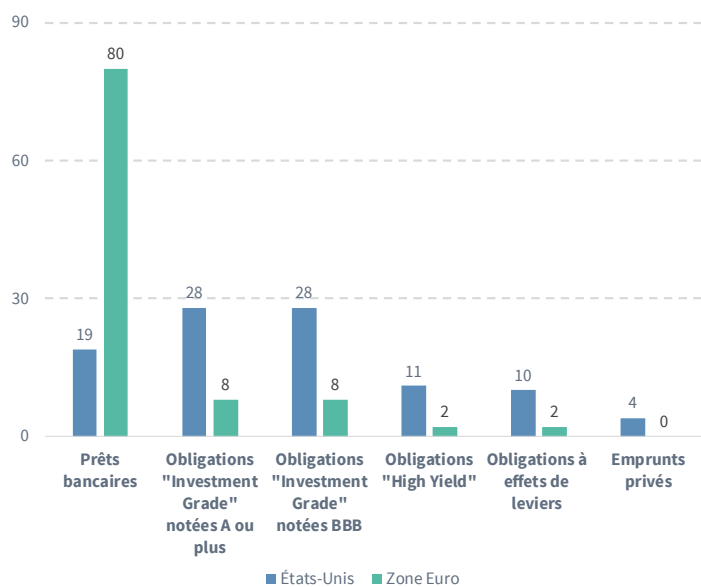
Depuis deux ans, les flux nets de capitaux institutionnels sont négatifs sur les actions, ce qui signifie que ces derniers n'ont cessé d'être vendeurs en 2019 durant la hausse. Ces mouvements, très fortement vendeurs, ont toutefois été bien plus que contrebalancés par des flux extrêmement favorables de la part des entreprises elles-mêmes, ceci au travers de leurs programmes de rachat de leurs propres actions.

L'acheteur marginal sur les marchés d'actions est ainsi désormais la plupart du temps l'entreprise elle-même. L'évolution future de la trésorerie nette des entreprises et de leur capacité à emprunter est donc déterminante pour entretenir ce soutien acheteur des marchés d'actions.



L'acheteur marginal sur les marchés d'actions est ainsi désormais la plupart du temps l'entreprise elle-même. L'évolution future de la trésorerie nette des entreprises et de leur capacité à emprunter est donc déterminante pour entretenir ce soutien acheteur des marchés d'actions.

Comparaison des structures de dettes d'entreprises (en %)



Sources : FMI, WeSave

Les entreprises de la zone Euro dépendent à 80% des prêts bancaires, d'où l'inquiétude de la BCE quant aux difficultés financières de plusieurs banques de la zone. Les entreprises américaines dépendent en revanche des financements par les marchés financiers, d'où la réactivité systématique de la FED lorsque les marchés obligataires deviennent nerveux.

Les trois baisses de taux effectuées par la FED et ses injections monétaires en 2019 ne parviennent donc pas à financer correctement la sphère réelle.

Les obligations d'entreprises Investment Grade notées BBB, donc celles étant les moins bien notées parmi les entreprises jugées « solides », sont aussi

celles pouvant être brusquement délaissées par les investisseurs si elles étaient dégradées par les agences de notation suite à des défauts de paiements, situation qui menace du fait du ralentissement économique en cours. Les obligations d'entreprises américaines sont, selon ce critère, nettement plus exposées que celles de la zone Euro (28% vs 8% respectivement).

Rendement en % des obligations d'entreprises US notées «CCC»

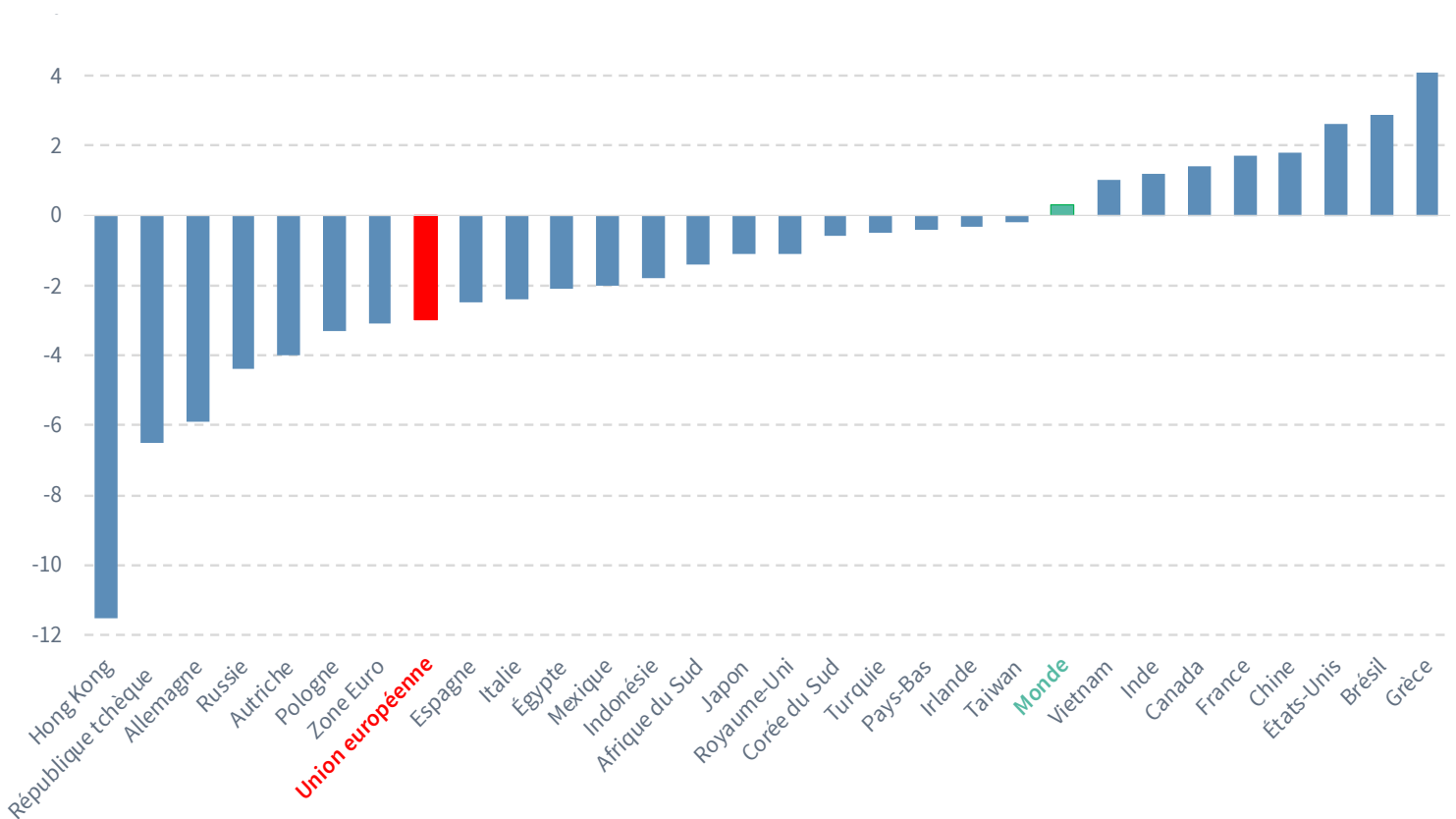


Sources : Bloomberg, WeSave

Les entreprises notées CCC sont celles ayant les bilans les plus fragiles, étant donc les plus exposées aux risques de défauts de paiements, voire de faillites. Le rendement des entreprises CCC aux États-Unis est aujourd'hui proche du niveau de la fin 2018, ce qui correspondait à une phase de stress financier majeur, les investisseurs craignant alors l'imminence d'une récession américaine. Les trois baisses de taux effectuées par la FED et ses injections monétaires en 2019 ne parviennent donc pas à financer correctement la sphère réelle. La croissance ralentissant, les banques et les investisseurs sur les marchés sont plus vigilants quant aux prêts accordés, ou bien exigent des rendements de plus en plus prohibitifs pour les sociétés fragiles sollicitant ces prêts. Les risques de défauts et de licenciements ne doivent alors pas être sous-estimés aux États-Unis, malgré les bonnes statistiques macroéconomiques du pays !



PMI industriels (donnée < ou > à 50)



Sources : Bloomberg, WeSave

Les PMI sont des indicateurs d'activité qui au-delà de 50 marquent une expansion d'activité alors que sous les 50, cela indique en revanche une situation de récession. Le graphique ci-dessus présente la différence par rapport à 50 de l'activité industrielle. Fin 2019, la grande majorité des pays est donc confrontée à une situation de récession industrielle.

(5,9% en 2020 contre 6,1% en 2019 pour la Chine, et 1,8% contre 2,3% aux États-Unis), ce qui risque de peser encore sur leurs partenaires internationaux. Il faut alors éventuellement craindre la contagion de ces difficultés aux secteurs de services, affectant l'investissement des entreprises et la consommation des ménages.

Il faut alors éventuellement craindre la contagion de ces difficultés aux secteurs de services, affectant l'investissement des entreprises et la consommation des ménages.

Après une année 2019 extrêmement favorable pour toutes les classes d'actifs, des opportunités additionnelles s'offriront encore aux investisseurs en 2020, mais le contexte complexe incite à une forte discipline financière et à la vigilance, car un probable retour de la volatilité provoquera des stress ponctuels qu'il faudra savoir gérer.

Si le PMI manufacturier mondial évite de peu la récession (50,3, soit 0,3 dans le graphe), cela tient au fait que la Chine et les États-Unis dépassent tous deux le seuil des 50, mais pour 2020, le consensus s'attend à un recul de la croissance de ces deux pays

Toutes les équipes de WeSave resteront à votre disposition pour vous accompagner au mieux dans vos projets.

Bonne et heureuse année 2020 !

Macro-économie

- > Le Brexit implique que le Royaume-Uni renégocie la teneur de ses accords commerciaux avec l'Union Européenne qu'il veut quitter, et qu'il engage en parallèle des discussions bilatérales avec les autres pays.

Conséquence pour les portefeuilles

La remise à plat des échanges commerciaux du Royaume - Uni vis-à-vis de tous ses partenaires est un chantier juridique, fiscal, sanitaire, etc., colossal. L'ambition du gouvernement de B. Johnson est d'essayer de faire au plus vite, mais il est évident que le pays ne pourra engager des discussions avec tout le monde en même temps car il faudra coordonner les équipes de négociateurs et les effectifs qualifiés pour de tels enjeux sont insuffisants. Du fait de l'ampleur du problème, la tentation d'avoir recours finalement à une politique fiscale très agressive (l'hypothèse dite du « Singapour - sur - Tamise ») ne doit alors pas être sous - estimée. En parallèle, les fluctuations de la Livre Sterling auront aussi beaucoup d'influence sur les importations et exportations du pays.

- > Le Royaume-Uni dégagne des excédents commerciaux principalement vis-à-vis de la Suisse, de l'Irlande, de Hong-Kong, de Singapour et des Émirats Arabes Unis.
- > Le pays est en revanche surtout déficitaire à l'égard de l'Allemagne, la Chine, les Pays-Bas, la Norvège et la Belgique.



Structure du commerce extérieur du Royaume-Uni

MONDE → GB	Importation (Mds \$)	GB → MONDE	Exportation (Mds \$)
ALLEMAGNE	91 626,8	ÉTATS-UNIS	60 812,0
ÉTATS-UNIS	65 404,2	ALLEMAGNE	48 190,7
CHINE	62 771,4	PAYS-BAS	35 186,7
PAYS-BAS	55 786,8	IRLANDE	28 013,5
FRANCE	36 751,8	FRANCE	27 264,8
BELGIQUE	34 819,1	SUISSE	26 181,5
ITALIE	25 874,0	CHINE	23 859,9
NORVÈGE	25 861,5	BELGIQUE	21 065,5
ESPAGNE	21 036,4	ESPAGNE	15 881,6
IRLANDE	18 335,8	ITALIE	13 314,0
POLOGNE	14 435,5	HONG-KONG	10 005,2
CANADA	13 623,4	SUÈDE	8 468,39
JAPON	12 409,6	ÉMIRATS ARABES UNIS	8 226,94
TURQUIE	10 981,1	JAPON	7 705,53
SUÈDE	9 510,78	SINGAPOUR	7 688,52
INDE	9 473,97	TURQUIE	7 446,11
RUSSIE	9 461,18	CANADA	7 396,21
DANEMARK	8 865,71	INDE	7 047,64
SUISSE	8 697,55	POLOGNE	7 013,71
AFRIQUE DU SUD	8 121,77	CORÉE DU SUD	6 800,23

Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- > Le poids cumulé des cinq sociétés les plus chères aux États-Unis (aujourd'hui : Apple, Microsoft, Google, Amazon, Facebook) est de 16,5% de l'indice S&P500, proche de l'extrême de 16,6% atteint lors de la bulle technologique de 1999.

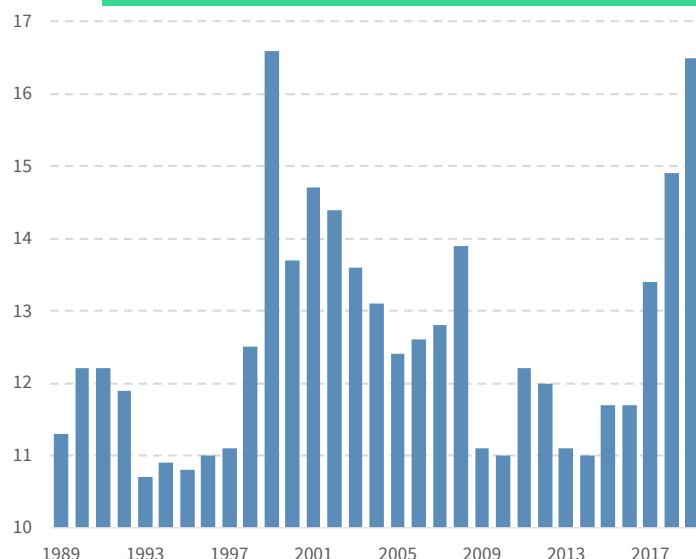
- > Entre 2016 et 2019, le poids cumulé de ces cinq sociétés a progressé de 4,8%, soit 1,6% de poids additionnel par année, et désormais Apple et Microsoft ont des capitalisations boursières nettement supérieures à 1 000 Mds \$.

Conséquence pour les portefeuilles

L'investisseur privilégiant dans ses allocations d'actifs les indices, ou bien encore les ETF les répliquant, se doit d'être vigilant quant à la composition de l'indice retenu, et à l'évolution de sa structure dans le temps. L'épargnant décidant d'investir sur le S&P500 doit ainsi se poser régulièrement la question des biais que ce choix implique. Indéniablement, la concentration de performance, et donc les risques qui y sont attachés, repose aujourd'hui sur une très faible partie du S&P500 puisque 1% des titres de cet indice pèsent désormais 16,5% de l'ensemble. Par ailleurs, même si les nomenclatures sectorielles sont changeantes et « poreuses », désormais 1/3 de cet indice est composé de sociétés technologiques. Une allocation d'actifs rigoureuse doit mesurer ces biais, afin d'éviter les éventuels doublons et maintenir le niveau de diversification souhaitable.



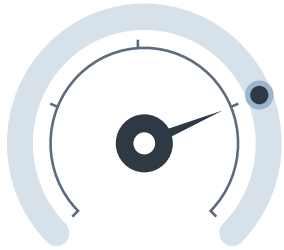
Poids cumulé en % des cinq premières sociétés du S&P500



Sources : Bloomberg, WeSave



Obligations d'entreprises



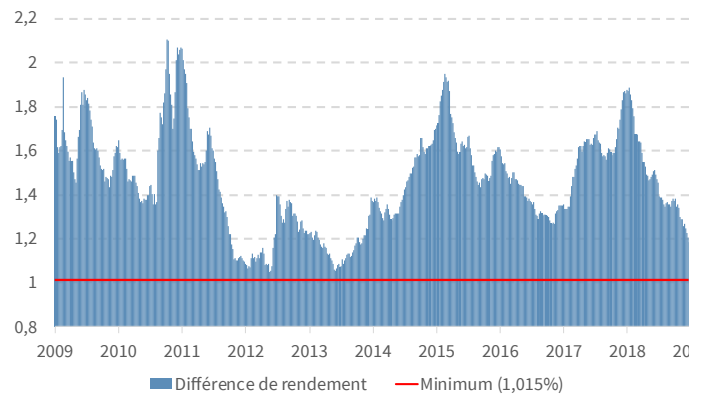
Sous-pondéré

Sur-pondéré



En 2020, à l'instar des autres actifs financiers, les obligations d'entreprises ont profité des soutiens monétaires mis en œuvre par les banquiers centraux. Le rendement de certaines obligations souveraines étant parfois négatif, ce qui signifie que le prêteur n'est pas remboursé de l'intégralité de ses capitaux, les investisseurs ont alors été incités à réorienter leurs actifs, lorsque cela leur était possible, vers les obligations d'entreprises qui, elles, versent encore des coupons. Ceci explique que le différentiel de

Différence de rendement entre Obligations d'entreprises et obligations souveraines dans le monde



Sources : Bloomberg, WeSave

rendement entre les obligations d'entreprises et celui des États se soit fortement contracté (60 points de base de moins que fin 2018). Le tassement économique en cours nécessite toutefois d'être désormais bien plus sélectif quant au choix des obligations d'entreprises adoptées, le risque de défauts de paiement augmentant. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises, mais sous-pondérés sur les obligations « High Yield ».



Devises



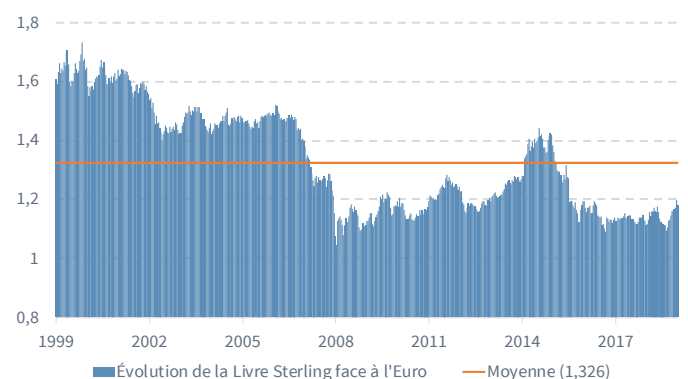
Sous-pondéré

Sur-pondéré



Bien que les politiques monétaires des banques centrales ne soient pas coordonnées, elles sont toutefois pour la plupart désormais convergentes, en l'occurrence accommodantes. Cette situation a favorisé une moindre volatilité entre devises, le facteur « rendement relatif » étant moins discriminant en 2019. Du fait des dissensions internes au pays causées par le Brexit, la Livre Sterling se distingue toutefois parmi les devises importantes, puisqu'elle a connu des variations de forte ampleur lors du changement de gouvernement et du

Livre Sterling contre Euro



Sources : Bloomberg, WeSave

vote qui s'en est suivi. Si les négociations entre Bruxelles et Londres devaient être difficiles, la parité Livre Sterling contre Euro pourrait faire l'objet de revirements additionnels significatifs en 2020. La question de l'évolution des parités entre devises, notamment celle du Dollar, sera déterminante durant les prochains mois car ayant d'importants impacts sur les performances absolues ou relatives des diverses classes d'actifs.

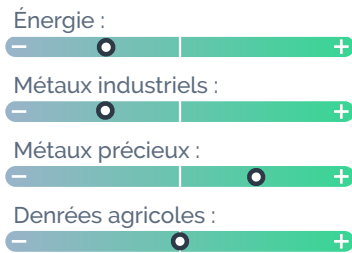


Matières premières



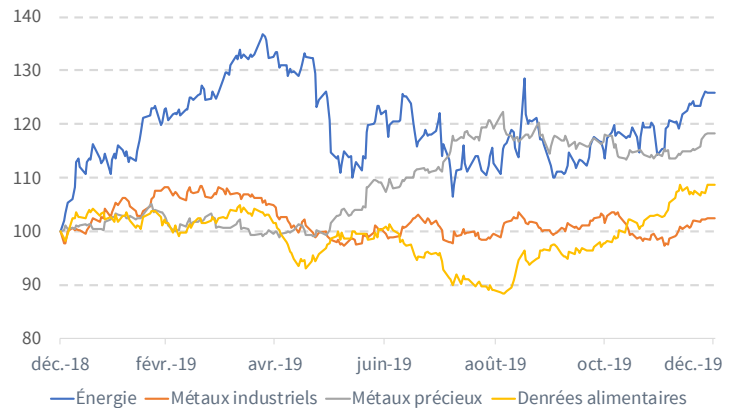
Sous-pondéré

Sur-pondéré



L'analyse de la hiérarchie des performances des matières premières en 2019 est instructive quant au contexte général dans lequel elles évoluent actuellement. En dépit de l'envol des prix du pétrole, principalement dû au maintien de ses quotas par l'OPEP, les prix des métaux industriels ont stagné, ce qui veut dire que ces derniers restent pénalisés par le tassement économique en cours et ne profitent même pas du fréquent effet d'entraînement du pétrole. Les prix des denrées alimentaires ayant fortement progressé, il convient

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



Sources : Bloomberg, WeSave

de rester vigilant quant aux possibles tensions sociales dans certains pays émergents où le poids de l'alimentaire reste prépondérant dans le budget des ménages. Par effet de report, l'or a profité de la faiblesse des rendements obligataires due aux politiques monétaires accommodantes des banques centrales. Nous conservons une allocation neutre sur les matières premières, sauf sur l'or qui justifie d'une surpondération tactique.

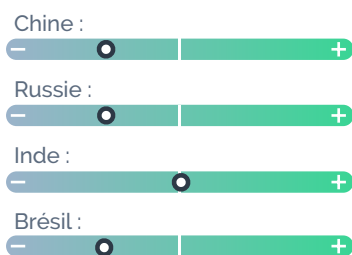


Émergents



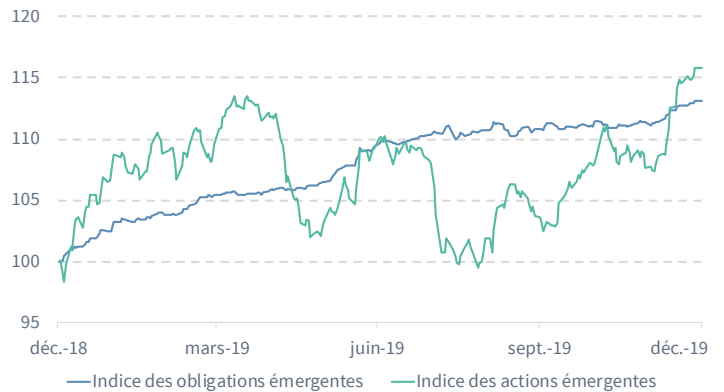
Sous-pondéré

Sur-pondéré



La comparaison des performances entre les obligations et les actions des pays émergents en 2019 démontre que la confiance des investisseurs dans la dynamique cyclique reste timide. À l'évidence, les soutiens monétaires des banques centrales ont profité aux obligations émergentes, d'autant que le Dollar a modéré sa progression face aux devises de ces pays, soulageant les emprunteurs en devises fortes. En revanche, les actions émergentes affichent un important retard face à leurs homologues des grands pays

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



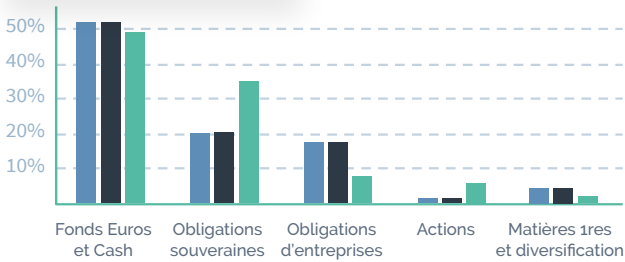
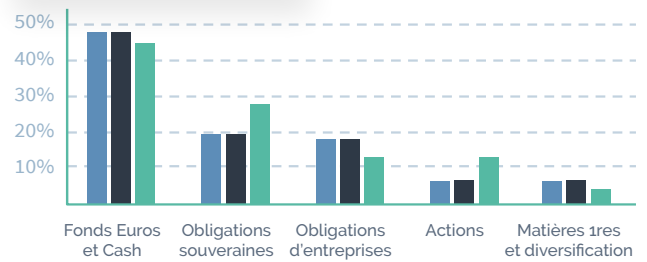
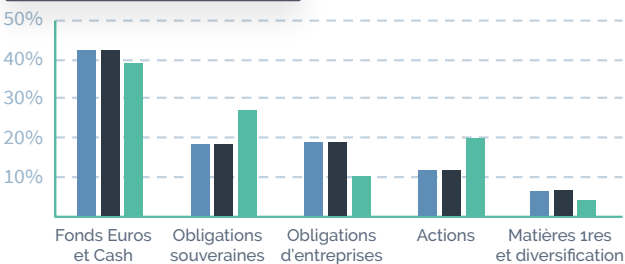
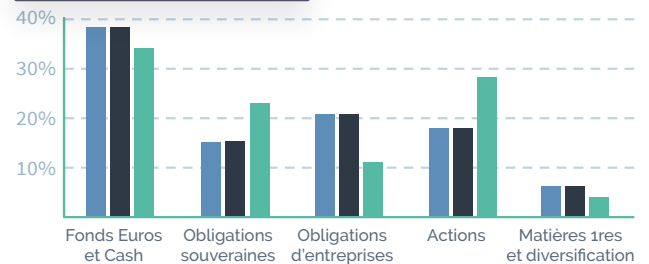
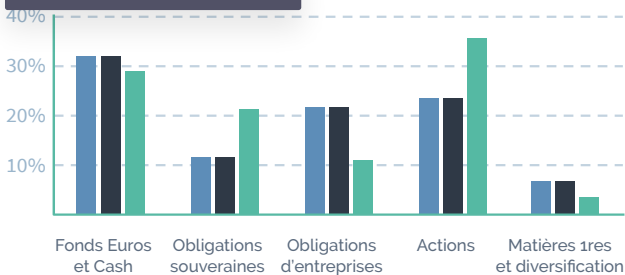
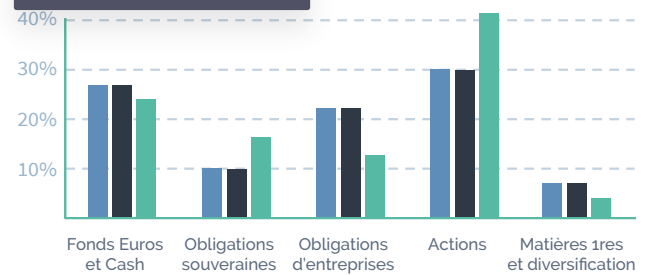
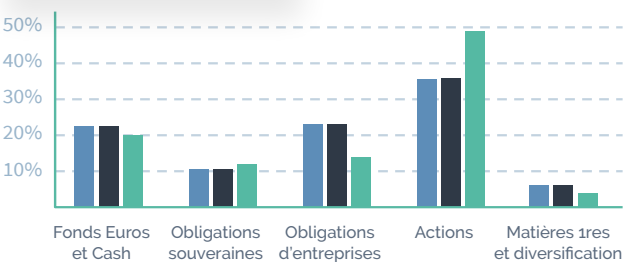
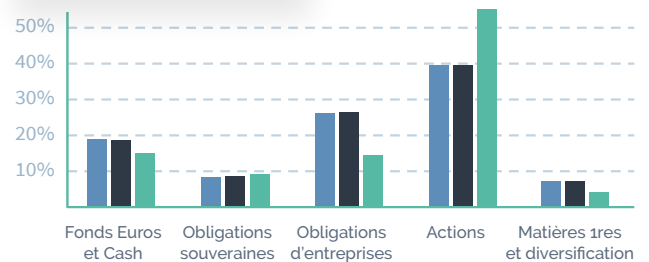
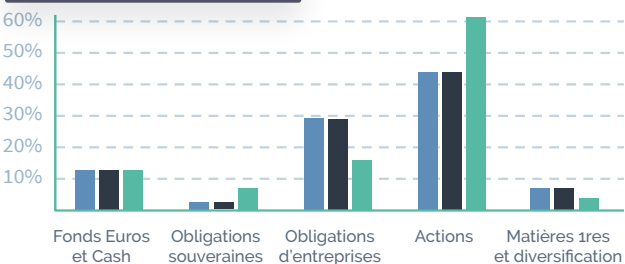
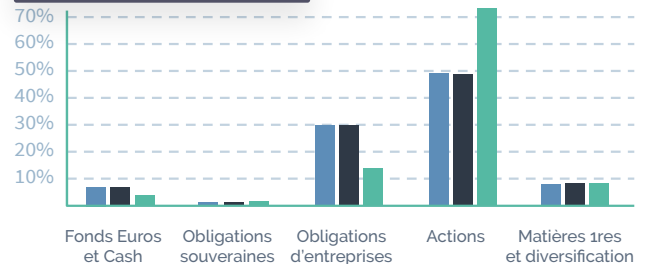
Sources : Bloomberg, WeSave

développés, le conflit commercial sino-américain pesant tout particulièrement sur leurs perspectives bénéficiaires. Par ailleurs, d'importantes tensions sociales dans de nombreux pays (Chili, Venezuela, Argentine, Inde, etc.) contribuent à faire douter les investisseurs de l'opportunité d'investir ou non dans les pays émergents. En dépit de leur faible valorisation, nous préférons rester sous-pondérés sur les actifs émergents.

Janvier 2020

Comparatifs d'allocations entre Jan 2020, Déc 2019 et la stratégie long terme.

Jan 2020 Déc 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**



L'euro-croissance 2, à la rescousse de l'assurance-vie ?

En complément du point marché, Estevan Marques, conseiller junior en gestion de patrimoine chez WeSave, décrypte les principales nouvelles du secteur de la gestion de patrimoine.

Alerte sur le fond en euros...

Depuis des années, l'assurance-vie est le support d'investissement préféré des Français et le fonds en euros, perçu comme une poche permettant de combiner rendement et garantie, occupe une place centrale dans l'affection des épargnants.

Toutefois, dans un contexte actuel de taux très faibles voire négatifs des obligations, qui constituent la principale classe d'actifs composant les fonds en euros classiques, les assureurs peinent à délivrer de la performance. Il est ainsi désormais extrêmement difficile d'obtenir une rémunération attractive - ou même positive - pour les épargnants, comme en atteste par exemple le taux négatif pour un emprunt d'État français à 10 ans qui avoisinait les $-0,4\%$ en août 2019.

Les assureurs qui, l'un après l'autre, annoncent des restrictions d'accès à leurs fonds en euros, nous amènent à nous poser la question suivante. Faut-il inciter les épargnants à diversifier leurs portefeuilles en s'orientant vers des fonds en unités de comptes ?

Une réponse possible à cette interrogation est en phase d'étude dans le cadre de la Loi Pacte dont le décret est entré en vigueur le 1er janvier 2020 : l'euro-croissance 2. Techniquement proche du fonds en euros classique, il s'agit d'un fonds diversifié (fonds en euros et unités de compte), qui allie des perspectives de rendement supérieures à la garantie des sommes investies. Au fond, le nouvel euro-croissance fonctionnera un peu comme une unité de compte structurée, dont on connaîtra la valeur de la part de part à tout moment. Cependant, le fonds euro-croissance se distingue du fonds en euros classique par une différence fondamentale : si l'assureur s'engage à garantir le capital, cet engagement n'est pas valable à tout moment, mais seulement au terme du contrat dont l'échéance est fixée à au moins 8 ans. De plus, il se caractérise également par des frais plus élevés que les autres supports traditionnels.



/// ...le pari de Bercy peut-il sauver l'assurance-vie ?

Initialement lancé en 2014, l'euro-croissance a connu un échec commercial retentissant (l'encours ne dépasse pas les 3 milliards d'euros sur un total de 1 785 milliards d'euros d'encours pour l'assurance-vie française). La principale raison ? Trop de complexité dans la compréhension du produit, dans sa vente et dans la gestion par les assureurs.

Bercy souhaite donner un nouveau souffle au fonds euro croissance en rendant plus fluide et plus simple la mécanique du dispositif avec un objectif à la hauteur du défi : multiplier par dix les encours.

Dans cet élan de modernisation, le terme de la garantie occupe une place cruciale : les assurés pourront choisir librement le terme de la garantie et ainsi adapter l'échéance de leurs produits à leurs horizons de placement. Plus l'épargne reste bloquée longtemps, plus le rendement potentiel sera élevé : l'épargnant sera récompensé par un taux bonifié qui permettra d'obtenir une garantie supérieure. Par exemple, s'il opte pour une échéance de 20 ans au lieu du minimum de 8 ans, le souscripteur pourra bénéficier de 10 % supplémentaires à la fin de son contrat et ainsi atteindre un taux de garantie de 110 % au lieu de 100 %.

De surcroît, l'accent est mis sur la transparence de l'information donnée à l'épargnant qui aura connaissance à tout moment des changements sur son fonds euro croissance ainsi que sur la rémunération servie par ce support.

Pour l'épargnant disposant de l'ancien contrat euro croissance, la loi autorise la transformation de celui-ci en nouveau contrat euro croissance. Cette mise à jour nécessite l'accord des deux parties soit par un avenant au contrat, soit par la souscription des deux provisions techniques, tout en conservant la garantie en capital à l'échéance. Cette transformation n'entraînant pas les

conséquences fiscales d'un dénouement du contrat, elle permet de conserver son antériorité fiscale.

/// Un succès incertain qui divise.

Certains assureurs et distributeurs sont plutôt optimistes et font d'ores et déjà la promotion de l'euro croissance qu'ils présentent comme un mariage élégant et pertinent entre les unités de compte et le fonds en euros.

À l'inverse, d'autres semblent beaucoup moins convaincus. D'une part, car le passé atteste de la réticence des épargnants à opter pour un produit dont les rouages paraissent compliqués. C'est notamment la présence de deux poches d'investissement, l'une exprimée en euros (la provision mathématique) et l'autre en unités de compte (la provision de diversification), dont la valeur fluctue, qui complexifient la compréhension du fonctionnement de ce support et le rendent difficilement lisible. D'autre part, il ne permet pas au souscripteur de bénéficier pendant la vie du contrat de toute la richesse qui a été accumulée dans le fonds en euros. En effet, le principal frein à l'investissement est dû au manque de liquidité des fonds qui sont bloqués au moins huit ans si l'épargnant veut bénéficier de l'effet cliquet et être certain de récupérer au moins la mise de départ.

Cette volonté de remodeler l'euro croissance pour réagir à l'annonce de la mort du fonds en euros n'est que le fruit de la pression exercée par les assureurs, relevant en partie de la posture et du lobbying. Les assureurs voient en effet dans les rendements obligataires négatifs un excellent motif à faire valoir pour demander la suppression du fonds en euros, qui leur permettrait d'orienter l'épargnant vers des produits plus rémunérateurs pour eux et de se soustraire aux exigences croissantes en termes de fonds propres. Toutefois, la remontée de 50 points de base du taux d'emprunt d'État français sur 10 ans, qui s'élève début janvier 2020 à +0.11 %, relativise les plus pessimistes



des prédictions sur l'avenir du fonds en euros.

Ainsi, on ne peut aujourd'hui affirmer que les fonds en euros sont morts, même s'ils ont perdu de toute évidence de leur attrait. Se tourner vers les unités de compte devient alors inévitable, et la gestion prudente de l'équipe de gestion de portefeuilles de WeSave apparaît comme un excellent moyen d'obtenir des couples rendement-risque de qualité.

L'immobilier constituant un complément intéressant aux fonds en euros, d'autres alternatives peuvent être pertinentes, comme l'investissement en pierre-papier ou SCPI (Sociétés Civiles de Placements Immobiliers).

L'équipe de conseillers WeSave reste à votre disposition pour vous accompagner dans vos différents projets d'épargne.



AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

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

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

wesave

Contactez un conseiller au 01 80 49 70 00

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

Ou par email à conseiller@wesave.fr

Achevé de rédiger le 31 Décembre 2019 - © 2020 WeSave . Tous droits réservés . Conseiller en Investissement Financier, régulé par l'AMF

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

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