

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

- | | | | |
|----|-------------------------|----|------------------------------------|
| 02 | L'éclairage du gérant | 22 | Nos vues tactiques et stratégiques |
| 17 | Points macro et marchés | 23 | Pour aller plus loin |
| 19 | Vues des actifs | | |

Après la pluie, le beau temps ?

La crise sanitaire du coronavirus a provoqué, par vagues géographiques successives, une pétrification de l'économie mondiale, et une récession économique est désormais inévitable durant la première moitié de l'année. Un krach historique s'est produit sur toutes les places financières, et même les classes d'actifs réputées refuge ont elles aussi souffert ! Il peut sembler insensé, ou bien encore cynique, de se préoccuper des marchés financiers dans de telles circonstances, mais nous y voyons au contraire une façon de contribuer modestement à aider certains à ressortir plus vite, et si possible plus forts, de cette difficile épreuve, et à se projeter vers l'avenir. Quels enseignements peut-on essayer de tirer de ces événements hors du commun, et quelles dispositions l'épargnant doit-il prendre pour allouer ses capitaux ?

Le responsable de l'équipe de gestion

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



Vincent Lequertier
Gérant chez WeSave

Le contexte :

Pour éviter de s'égarer, il convient tout d'abord d'essayer d'évaluer objectivement le contexte, cette pandémie ayant des caractéristiques sanitaires spécifiques, et intervenant surtout dans des circonstances économiques, financières et géopolitiques très particulières.

Le coronavirus (Covid-19) est désormais mieux connu, même si de nombreuses zones d'ombre l'entourent encore. Ce virus est fortement contagieux, sournois car souvent asymptomatique et, même

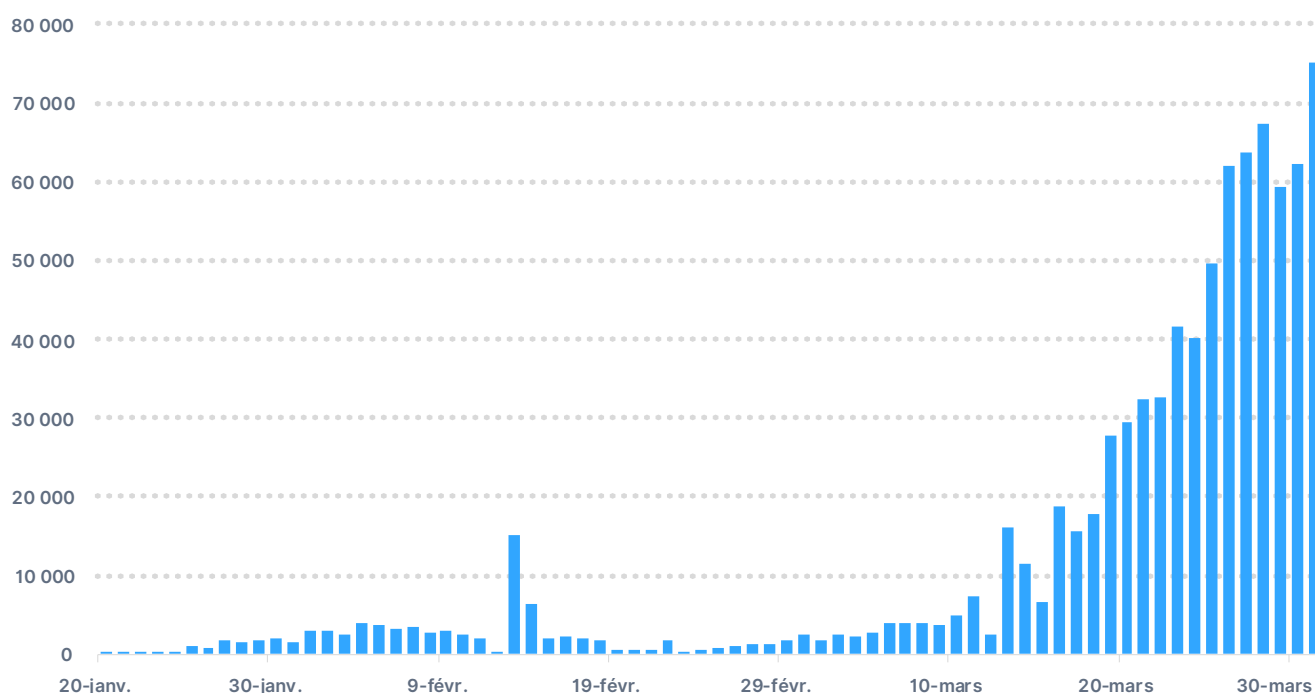
guéris, les patients peuvent encore le transmettre. Le taux de létalité est important (autour de 2%), notamment pour les populations les plus âgées car étant déjà fragilisées par d'autres pathologies, mais ce virus entraîne surtout fréquemment d'importantes complications (autour de 20% des cas) nécessitant des prises en charges hospitalières parfois lourdes pour les cas critiques (autour de 5% des cas) : les hôpitaux peuvent donc être très vite saturés par l'afflux de patients ! Aucune mutation n'a été identifiée à ce stade, ce qui est une bonne nouvelle, mais impossible de savoir par avance si le changement de saison désamorçera ce virus ou bien si, au contraire, cela fera apparaître de nouveaux foyers épidémiques dans l'hémisphère sud. Même en assouplissant les contraintes réglementaires, un vaccin ne peut normalement être espéré avant 2021. En 2020, nous devons donc nous adapter au mieux face à cette pandémie.

Le Covid-19 est hélas apparu alors que les tensions

géopolitiques internationales sont fortes, nuisant aux échanges d'informations et aux collaborations qui devraient s'imposer dans des circonstances aussi exceptionnelles. Chaque pays ou zone adopte en effet des mesures spécifiques, souvent sans concertation préalable suffisante, et ces attitudes égoïstes nuisent en fin de compte à l'efficacité de la lutte contre ce virus et ses conséquences économiques et financières. Le bras de fer pour le leadership mondial entre la Chine et les États-Unis se poursuit. L'Union Européenne confirme à l'occasion sa fragmentation, et qu'elle n'est même plus un gage de protection pour sa population. Le pétrole est déstabilisé par des jeux à trois bandes entre l'Arabie Saoudite, la Russie et les États-Unis. La Turquie utilise les flux de migrants au pire moment pour l'Europe. De plus, certaines échéances électorales importantes imminentes (États-Unis), des fins de mandats difficiles (Allemagne), la pression de courants populistes... compliquent souvent les prises de décisions ! Certes, personne n'est formé pour gérer ce genre de situation mais, à ce stade, c'est à

Nouveaux cas de coronavirus dans le monde

Sources : Center for Systems Science and Engineering, WeSave



l'évidence la zizanie internationale qui prédomine, contribuant à entretenir les doutes, voire la psychose, auprès des populations.

Du point de vue économique, le coronavirus provoque deux chocs simultanés, l'un sur la demande et l'autre sur l'offre. Les confinements, les stratégies d'isolement, les limitations de réunions ou de déplacements provoquent d'importantes chutes de consommation : c'est un choc de demande. Les réductions d'activité et fermetures temporaires d'entreprises interrompent la production de biens ou de services qui eux-mêmes permettent à d'autres sociétés de fonctionner normalement : c'est un choc d'offre. Ce second bouleversement est le plus sérieux des deux car, quand bien même les agents économiques voudraient acheter, impossible de consommer s'il y a pénurie de biens et de services ! Il n'y a pas d'alternative, il faut patienter jusqu'à ce que les entreprises puissent de nouveau produire normalement, et espérer que certaines faillites ne pénalisent pas la reprise d'activité une fois la pandémie derrière nous. C'est pourquoi les confinements désynchronisés entre pays compliquent les choses : si une zone se rétablit, la Chine par exemple, sa production ne peut trouver preneur si ses donneurs d'ordres que sont les pays européens sont confinés à leur tour. Partout l'investissement est évidemment suspendu. C'est pourquoi il est essentiel que les décideurs ne sortent pas trop affaiblis par cette situation qui se prolonge, et qu'ils restent confiants dans l'avenir et dans la qualité de la reprise économique à venir. La consommation reprendra une fois la crise sanitaire résolue, mais certaines dépenses ne seront jamais rattrapées.

Tenir... voilà l'enjeu durant cette crise ! Il est essentiel que les difficultés de trésorerie rencontrées par les agents économiques (ménages, et plus encore les entreprises) ne se transforment en incapacité à faire face à leurs obligations financières : la crise de liquidité ne doit surtout pas virer en crise de solvabilité ! Les revenus sont souvent brutalement interrompus alors que les dépenses courent toujours, et ces difficultés de



Il est essentiel que les difficultés de trésorerie rencontrées par les agents économiques (ménages, et plus encore les entreprises) ne se transforment en incapacité à faire face à leurs obligations financières : la crise de liquidité ne doit surtout pas virer en crise de solvabilité !

trésorerie sont encore plus préoccupantes pour ceux déjà très endettés, ou bien dont la situation était fragile avant même cette pandémie. Caractéristique majeure de cette crise sanitaire : elle intervient alors que l'ampleur de la dette mondiale était déjà très préoccupante (pas son coût en revanche !), que le cycle économique s'essouffait, et que beaucoup d'entreprises étaient déjà fragilisées par des ruptures technologiques importantes ou par des questionnements quant à leurs implantations géographiques (cf. guerre commerciale sino - américaine). Solliciter dans de telles circonstances son banquier ou les marchés financiers pour disposer d'un matelas de liquidités et passer ainsi ce cap n'est évidemment pas aisé. C'est là que la solidarité et que toute la puissance d'intervention des autorités publiques et des grandes institutions doit jouer à plein.

Les actes :

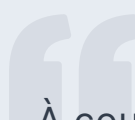
Les autorités ont-elles pris conscience de l'ampleur de ces enjeux, agissent-elles, et ont-elles les moyens d'agir ?

Même si on peut reprocher aux États un manque de coordination, à l'évidence les leçons de la crise de 2008 ont été tirées : subventionner pendant quelques mois l'économie sera au final nettement moins coûteux que de laisser la crise de liquidités dégénérer en crise de solvabilité et finalement en crise économique et financière généralisée. À court terme, les autorités agissent toutes de la même manière : elles s'assurent que les ménages et les entreprises disposent d'étalements de remboursements et autres facilités de paiements, pour que la trésorerie ne devienne pas un problème, et cela jusqu'à ce que la crise sanitaire s'estompe et que l'économie redémarre. C'est le sens du « quoi qu'il en coûte » d'E. Macron ! Du chômage partiel subventionné par l'État, des prélèvements sociaux ou impôts reportés, des garanties financières étatiques... tout ce qui peut permettre de soulager les trésoreries est mis en œuvre. Les États bénéficiant d'un coût d'emprunt bien plus faible que celui des autres agents économiques, c'est évidemment plutôt à eux de s'endetter encore, il sera toujours temps de trouver plus tard les économies ou les recettes additionnelles pour combler ces écarts temporaires ! Bien entendu, cette situation sert de révélateur quant aux niveaux de dettes respectifs des pays et à la façon dont les créanciers considèrent leur solvabilité future : le rendement des emprunts va probablement mieux refléter les fondamentaux de chaque pays !

Les États ont toutefois évidemment besoin du soutien des banques centrales dans ces circonstances. Certaines banques centrales procédant à des quantitative easings, ce flux acheteur d'obligations souveraines est particulièrement le bienvenu alors que les États doivent émettre massivement des obligations pour couvrir leurs soudains déficits budgétaires. C'est pourquoi la BCE a par exemple décidé d'accroître considérablement la taille de son quantitative easing, renforçant ainsi sa capacité à atténuer le coût d'intervention des États de la zone. Le quantitative easing pouvant aussi

consister à acheter des dettes d'entreprises, il sera intéressant de voir si cette solution est adoptée plus significativement, avec toutefois le risque de se voir reprocher l'aléa moral : pourquoi subventionner telle entreprise plutôt qu'une autre, ne s'agit-il pas de soutiens favorisant la constitution de futurs monopoles... ? Mais les banques centrales sont avant tout à la manœuvre afin que le système bancaire contribue à atténuer cette crise de liquidités. Des assouplissements réglementaires sont pour ce faire accordés : les habituelles modalités de calcul quant aux portefeuilles de prêts non performants sont suspendues, les contraintes de capitaux propres requis pour pouvoir accorder des prêts sont allégées... Bien évidemment, les taux d'intérêts des banques centrales sont souvent abaissés (lorsque cela a encore une utilité !), des capitaux sont mis à la disposition des banques à des conditions imbattables sous condition de les reprêter aux entreprises ou aux ménages en difficultés, notamment en s'appuyant sur des garanties financières des États...

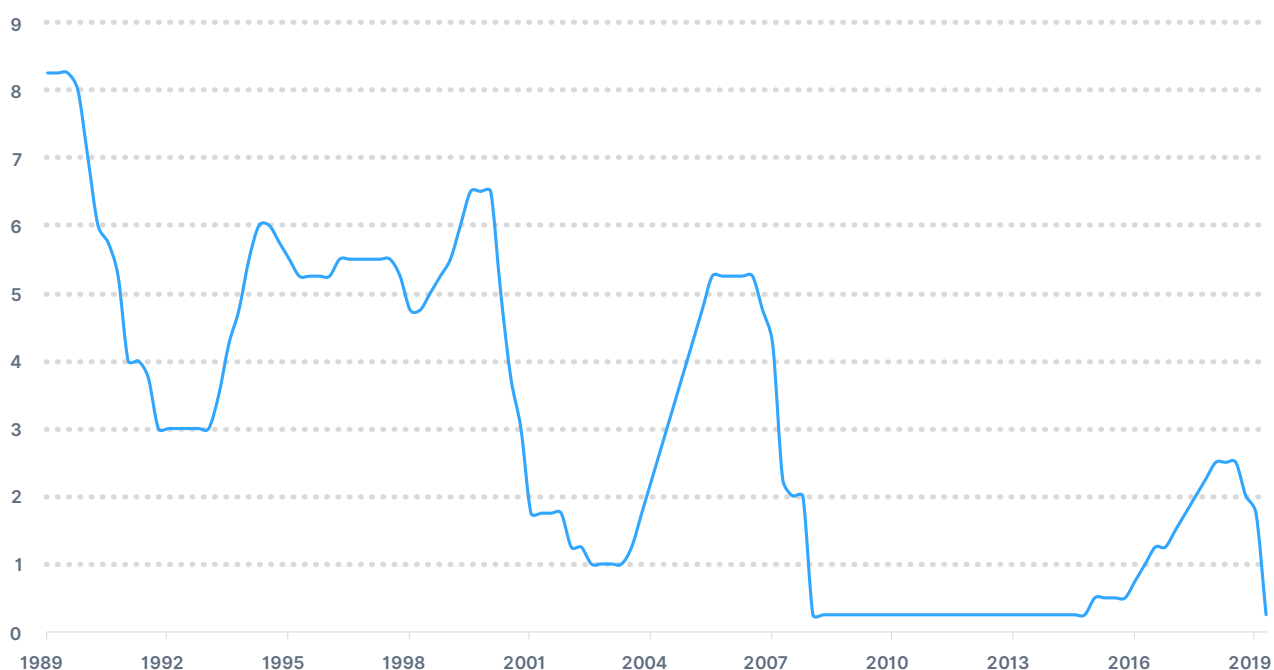
Si les banques ont bien entendu conscience de l'importance de leurs responsabilités dans ces circonstances extraordinaires, il faudra toutefois parfois user du pouvoir de persuasion des banques



À court terme, les autorités agissent toutes de la même manière : elles s'assurent que les ménages et les entreprises disposent d'étalements de remboursements et autres facilités de paiements, pour que la trésorerie ne devienne pas un problème.

Limite supérieure des taux directeurs américains (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



centrales pour que toutes ces liquidités injectées parviennent bien à ceux qui en ont besoin. La créativité des banques centrales lors des crises financières est toujours sous-estimée : elles pourraient par exemple s'inspirer des achats indiciels effectués par la banque centrale du Japon, ce qui revient à financer sans trop de biais d'aléa moral l'économie nationale ! Pour plus d'efficacité, il serait toutefois nécessaire que les banques centrales affichent plus de coordination et qu'elles soient particulièrement rigoureuses dans leurs communications afin de rassurer les marchés financiers, car ils seront un maillon indispensable lors des financements économiques à venir.

Les soutiens monétaires et budgétaires doivent toutefois être employés avec une certaine parcimonie car, lorsque la crise de liquidités sera passée, il conviendra encore de procéder à certains soutiens sectoriels ciblés, parfois même à des nationalisations... Après la crise de l'offre, il faudra

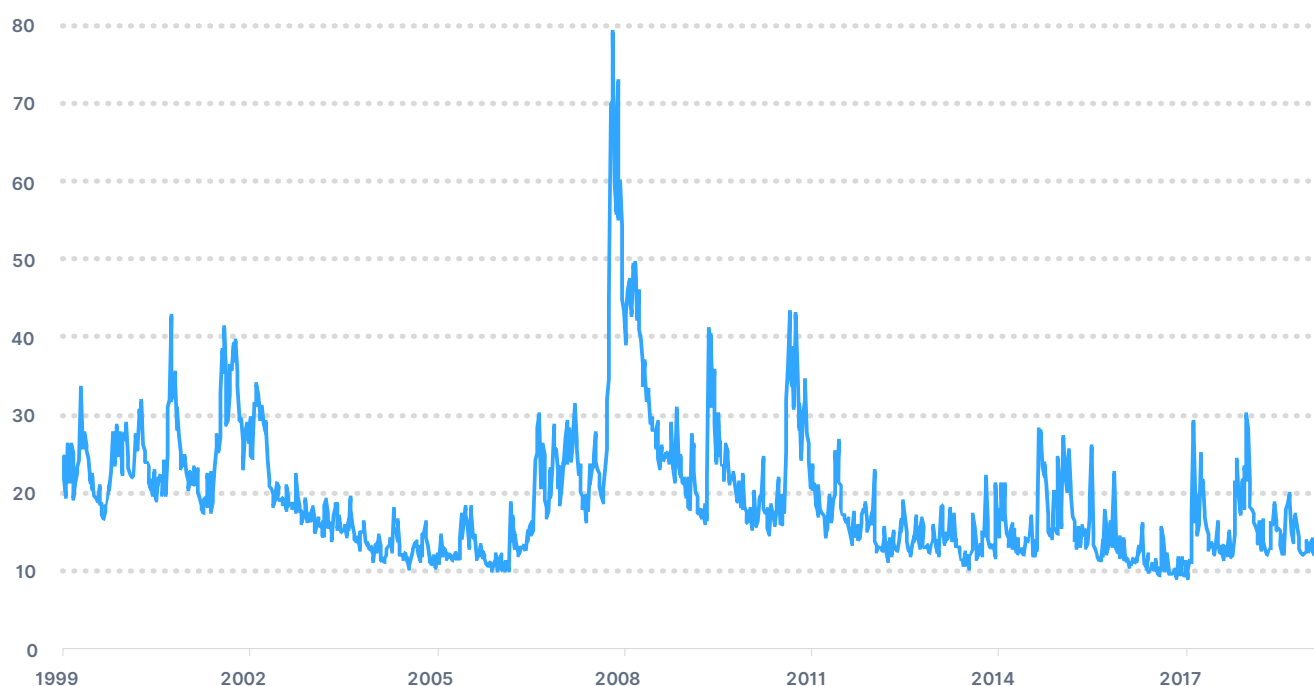
s'occuper de celle de la demande, et conforter la confiance des agents économiques dans l'avenir. Les grands projets, tel le Pacte Vert européen pourraient être vite activés afin de donner une impulsion supranationale en complément des efforts de chaque État. C'est durant cette phase de reprise d'activité que les marchés financiers offriront de nouveau le service que l'on attend d'eux : contribuer activement au financement de la reprise.

Les marchés financiers :

Pour contribuer au financement de l'économie, les marchés financiers doivent d'abord retrouver un peu de sérénité : autrement dit, la nervosité caractérisant les diverses classes d'actifs doit retomber ! Comme le montre par exemple l'indice de volatilité des actions américaines, le VIX, les investisseurs ont atteint un

VIX, volatilité des actions américaines (S&P500)

Sources : Bloomberg, WeSave



niveau de panique équivalent aux situations les plus extrêmes durant la crise des subprimes. Ces phases de marchés, bien que particulièrement éprouvantes, sont toujours très riches en enseignements, et il nous semble que des informations utiles pour l'avenir peuvent déjà en être extraites.

Premier constat : toutes les classes d'actifs finissent par baisser. Ceci n'est pas atypique, les pertes supportées par certains investisseurs sur les classes d'actifs réputées risquées nécessitant d'effectuer des ventes sur les actifs qui ont mieux résisté. L'or est par exemple assez évidemment pris dans cet effet de dominos : le pétrole et les autres matières premières industrielles s'effondrent et il faut vendre de l'or pour compenser ces pertes. Par ailleurs, le développement de gestions s'appuyant pour leurs allocations sur des indices globaux a aussi des effets d'entraînements sur certains de leurs composants en principe décorrélés. Prenons une fois encore l'exemple des matières premières, si vous êtes

investis sur un indice global de matières premières et que vous le vendez par crainte du cycle économique, vous cédez alors en même temps de l'or, même si vous êtes convaincus que ce dernier pourrait offrir une certaine protection potentielle. Enfin, beaucoup de gestions fonctionnent par enveloppes de risques, et elles sont contraintes d'alléger l'intégralité de leurs actifs lorsque la volatilité de leur portefeuille franchit certains seuils. Durant ces phases de capitulations, il y a donc beaucoup d'effets mécaniques, des flux boursiers purs, aboutissant à des fluctuations de prix ne reflétant plus nécessairement les fondamentaux et perspectives des actifs. S'il faut trouver un point positif à ces baisses violentes : les marchés ont assuré une de leurs fonctions majeures, celle d'apporter la liquidité à ceux en ayant besoin impérativement !

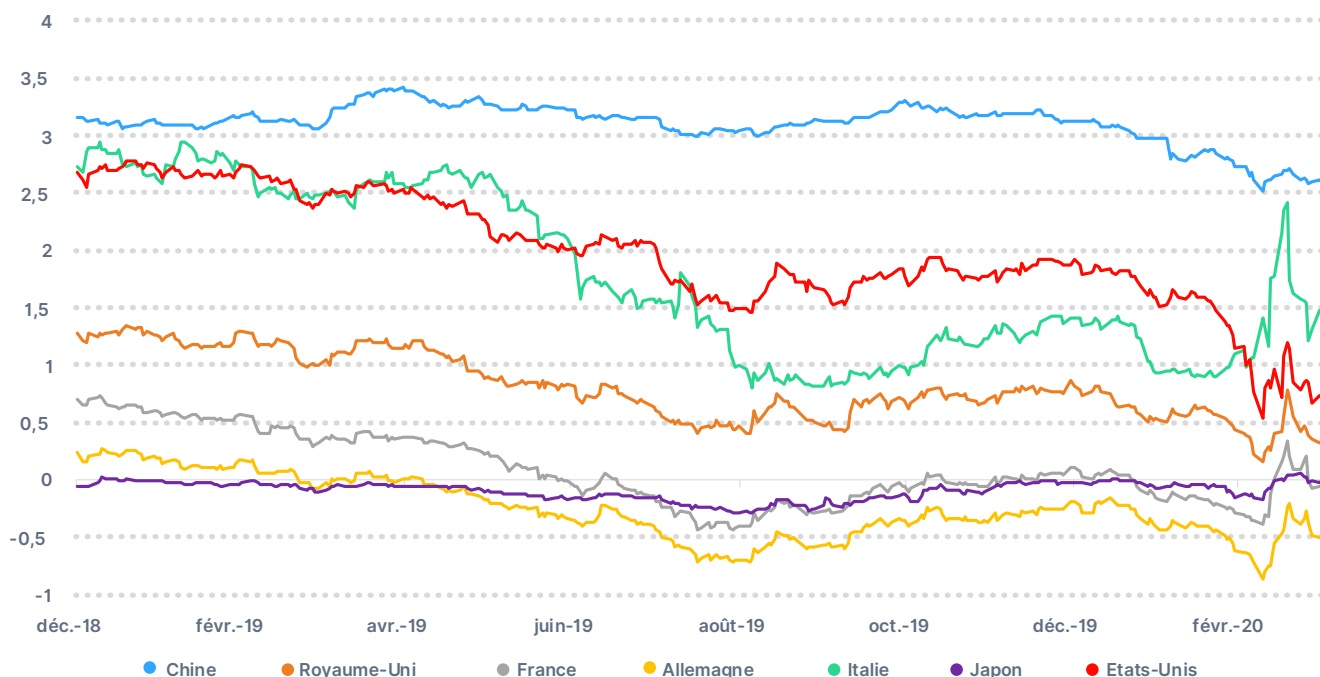
Obligations souveraines :

Les obligations souveraines avaient protégé les investisseurs durant la première phase de baisse des marchés, mais elles ont finalement elles aussi craqué en dépit des décisions très accommodantes des banques centrales. Est-ce étonnant ? Il nous semble que les investisseurs sont parfaitement rationnels et qu'il convient, paradoxalement, de se méfier désormais d'une trop forte exposition aux obligations d'États, et notamment de celles ayant des échéances éloignées. En effet, les États vont devoir émettre énormément d'obligations pour financer les divers soutiens apportés à l'économie. Il est impossible à ce stade de savoir l'ampleur exacte de la charge budgétaire exceptionnelle que les États assumeront finalement, mais elle sera très élevée, et cela aura pour effet de déstabiliser l'équilibre entre l'offre (obligations émises par les États) et la demande (achats d'obligations par les investisseurs). Ceci explique l'importance de

voir les banques centrales se porter par avance massivement acquéreur d'obligations souveraines durant les prochains mois ! Le second constat intéressant est que les obligations des États ne sont plus toutes traitées de façon harmonieuse. Les pays ayant mené par le passé des politiques budgétaires orthodoxes se voient indiscutablement accorder une prime (moindre coût de l'emprunt) par rapport aux pays déjà fortement endettés ou affichant des déficits budgétaires chroniques : les premiers sont récompensés et les seconds sanctionnés ! Ce phénomène peut notamment être mesuré au travers des différentiels de rendements obligataires entre pays. Les taux directeurs des banques centrales ayant déjà été ramenés aux planchers, c'est plutôt du côté des mesures hétérodoxes, tels que les Quantitative Easings, voire la monnaie-hélicoptère, que devraient venir les prochains soutiens additionnels. La protection apportée par les obligations souveraines semble désormais faible, l'effet de rareté s'estompant et leurs rendements

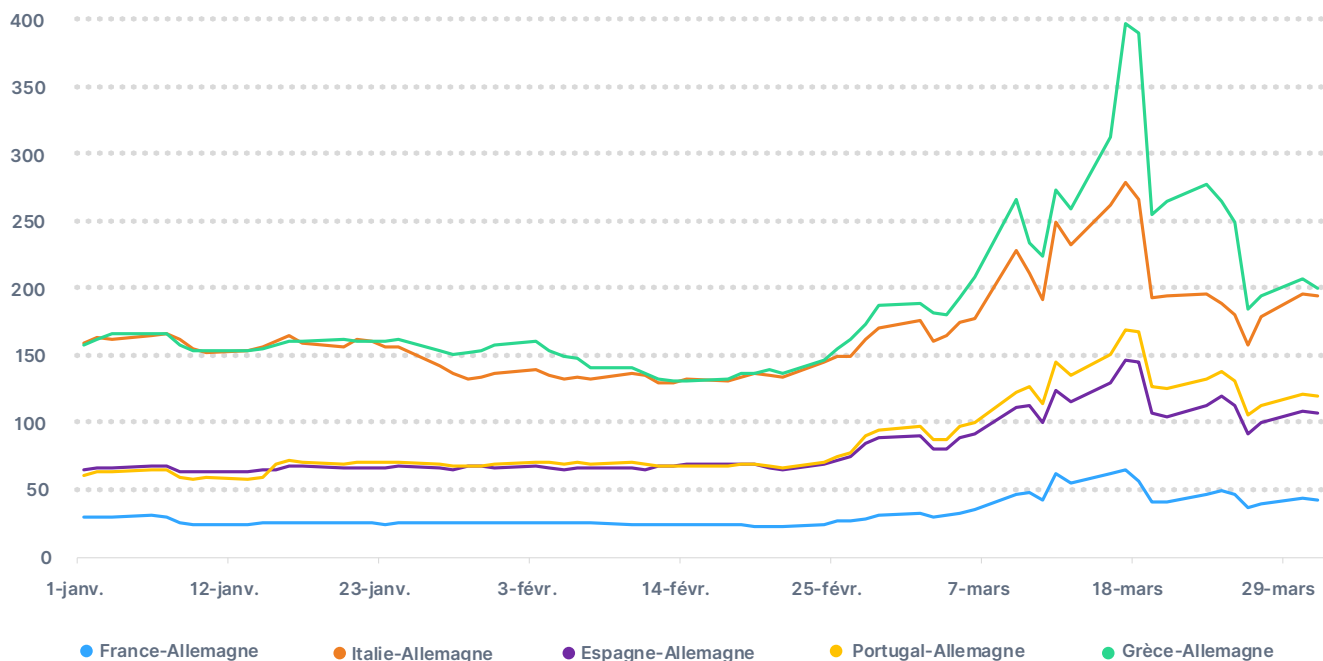
Rendement en % des obligations à 10 ans de certains pays

Sources : Bloomberg, WeSave



Différentiel de rendement entre les obligations à 10 ans de certains pays européens et celui de l'Allemagne

Sources : Bloomberg, WeSave



étant très faibles. D'autres classes d'actifs semblent offrir des rendements-risques bien plus attrayants.

Obligations d'entreprises :

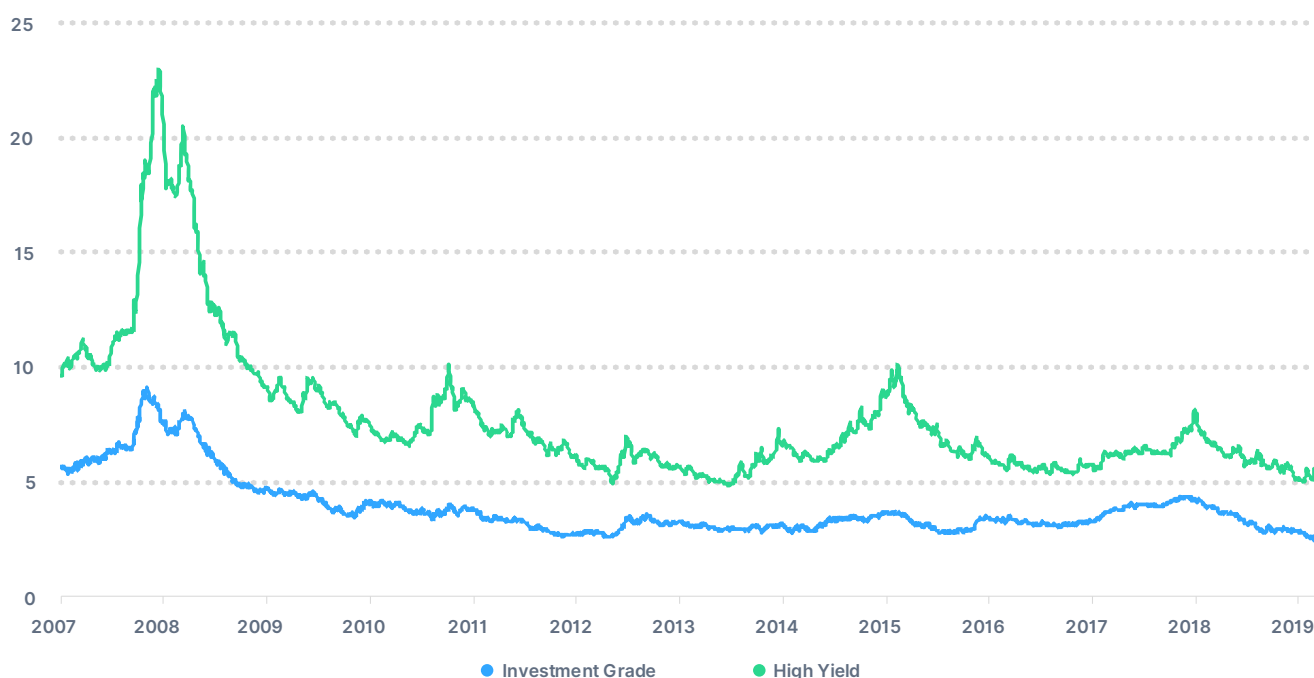
Pour ce qui est des obligations d'entreprises, leurs rendements se sont brutalement envolés durant le mois de mars. Cette situation est évidemment cohérente avec les doutes jaillissant quant à la capacité des sociétés à faire face à leurs échéances financières. Bien entendu, les entreprises déjà très endettées et/ou ayant des modèles économiques fragiles sont les plus susceptibles de faire défaut. Dans ces circonstances exceptionnelles, l'adage anglais s'impose : Cash is King ! Préserver aussi longtemps que possible la trésorerie de la société devient une préoccupation obsessionnelle, la survie de l'entreprise pouvant en dépendre. Au-delà des multiples facilités de paiement que les banques et les États mettent en place, les entreprises jouent sur les délais de paiements, tirent autant que possible

sur leurs lignes de crédits bancaires, et elles sont parfois même amenées à vendre des actifs investis en bourse. Bien entendu, les plans de rachats de

Au-delà des multiples facilités de paiement que les banques et les États mettent en place, les entreprises jouent sur les délais de paiements, tirent autant que possible sur leurs lignes de crédits bancaires, et elles sont parfois même amenées à vendre des actifs investis en bourse.

Rendement en % des obligations d'entreprises américaines solides (Investment Grade) et fragiles (High Yield)

Sources : Bloomberg, WeSave



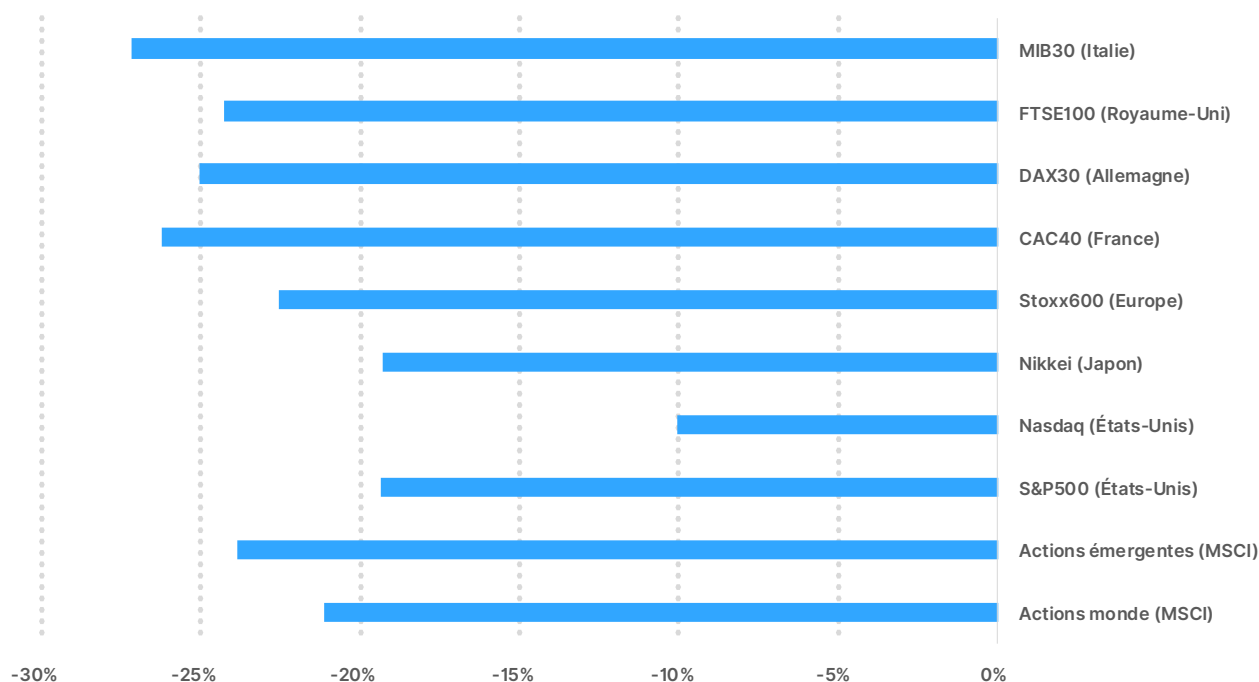
leurs propres actions, ou bien les versements de dividendes aux actionnaires passent au second plan des priorités, c'est pourquoi le détenteur d'obligation reste finalement plus protégé que l'actionnaire dans ce type de circonstances. À titre d'information, les rendements des obligations d'entreprises fragiles (i.e. le High Yield) intègrent désormais implicitement au moins 10% de défauts de paiements de la part de ces sociétés durant les prochains trimestres ! Deux caractéristiques spécifiques pèsent de plus sur ce segment particulier des obligations d'entreprises : leur liquidité boursière est systématiquement moins bonne que celle des entreprises solides, et un biais sectoriel pétrole pénalise tout particulièrement le High Yield américain, du fait des nombreuses sociétés exploitant les schistes bitumineux. La durée de cette pandémie étant incertaine, l'investisseur se doit de privilégier plutôt les obligations des entreprises solides (i.e. Investment Grade), qui sont les plus susceptibles de passer la crise.

Actions :

Comme toujours dans de telles circonstances, les actions concentrent l'attention des observateurs. Petit rappel à l'occasion, le non coté est tout autant prisonnier de cette conjoncture épouvantable, simplement les médias n'en parlent pas, mais l'absence de liquidité de ces actifs devrait être questionnée par leurs détenteurs, leurs faiblesses se révélant alors ! Pour ce qui est des actions cotées, plusieurs constats peuvent être faits : les baisses sont d'une violence historique, elles sont relativement homogènes entre les grandes places boursières, de même qu'entre types de capitalisations (multinationales vs petites entreprises) ou entre styles de gestion (valeurs de croissance vs sociétés décotées)... Les ventes sont donc systématiques ! En revanche les secteurs défensifs (télécoms, services collectifs, santé...) jouent à l'habitude leurs rôles d'amortisseurs, alors que les transports aériens, les

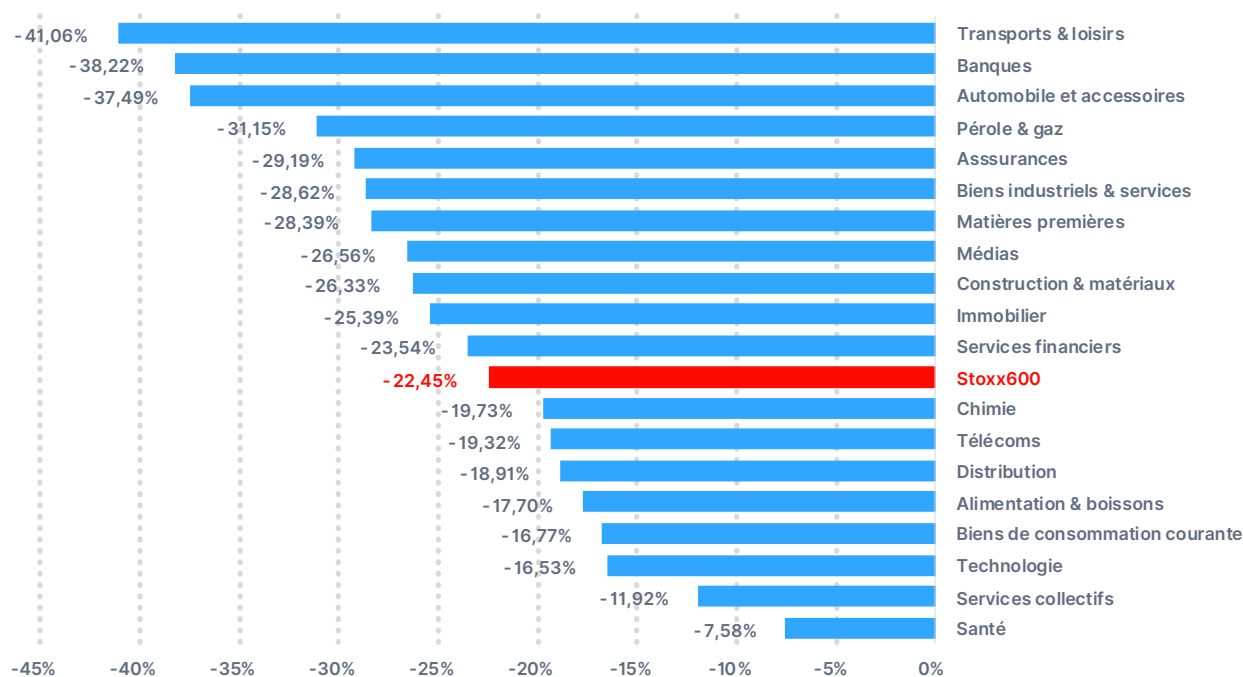
Performances 2020 dividendes inclus (en devises locales)

Sources : Bloomberg, WeSave



Performances Stoxx600 (dividendes réinvestis)

Sources : Bloomberg, WeSave



financières, les matières premières et l'automobile ne cessent en revanche de s'enfoncer. Il est également intéressant de constater que les investissements éthiques ont tendance eux aussi à plutôt surperformer dans ces phases de replis extrêmes. Les sociétés ayant des modèles économiques très solides, peu de concurrents, et disposant surtout d'importantes réserves de trésorerie baissent, mais nettement moins que d'autres profils plus fragiles : les investisseurs sont réticents à s'en défaire, et ils devraient remobiliser en priorité leurs liquidités sur ce type d'entreprises lors des phases de rebond.

Les programmes de rachats d'actions par les entreprises elles-mêmes ou les versements de dividendes semblent compromis dans bien des cas, aussi ne faut-il pas compter dessus si l'on envisage d'investir sur les actions. Bien que d'une violence extrême, les gouvernements et les banques centrales ont pris la pleine mesure de ce choc conjoncturel, c'est pourquoi un dérapage additionnel en crise financière, puis en dépression économique, reste une hypothèse faible. Des nationalisations sont menées, d'autres viendront encore, et il est probable qu'avec le recul, certains États fassent en cette occasion des achats dans de très intéressantes conditions financières. Au sortir de cette crise, les créanciers privés ou bancaires seront certainement beaucoup plus regardants quant aux entreprises à qui ils accordent encore leur confiance, ce qui signifie que beaucoup d'entreprises zombies (i.e. survivant jusqu'à présent grâce aux perfusions financières) soient amenées à disparaître. Les multinationales disposant de beaucoup de trésorerie pourront probablement racheter des concurrents ou des briques technologiques les intéressant pour peu cher. Les groupes leaders seront alors confortés dans leurs parts de marchés et dans leurs pouvoirs de négociations à l'égard de leurs clients ou de leurs fournisseurs : ce sont ces sociétés qu'il faut privilégier dans les allocations. L'ampleur du décrochage économique sera très forte, c'est pourquoi, par effet de base, le début d'année

2021 permettra aux entreprises d'afficher de très fortes progressions de bénéfices, d'autant que les soutiens budgétaires et monétaires prendront leurs pleins effets à cet horizon. L'épargnant ayant une perspective d'investissement suffisamment éloignée et n'ayant pas besoin de mobiliser rapidement de la trésorerie devrait réaliser de bons achats actuellement, sans qu'il soit possible de déterminer le niveau idéal d'achat puisque l'échéance de cette crise sanitaire reste une inconnue.

Matières premières :

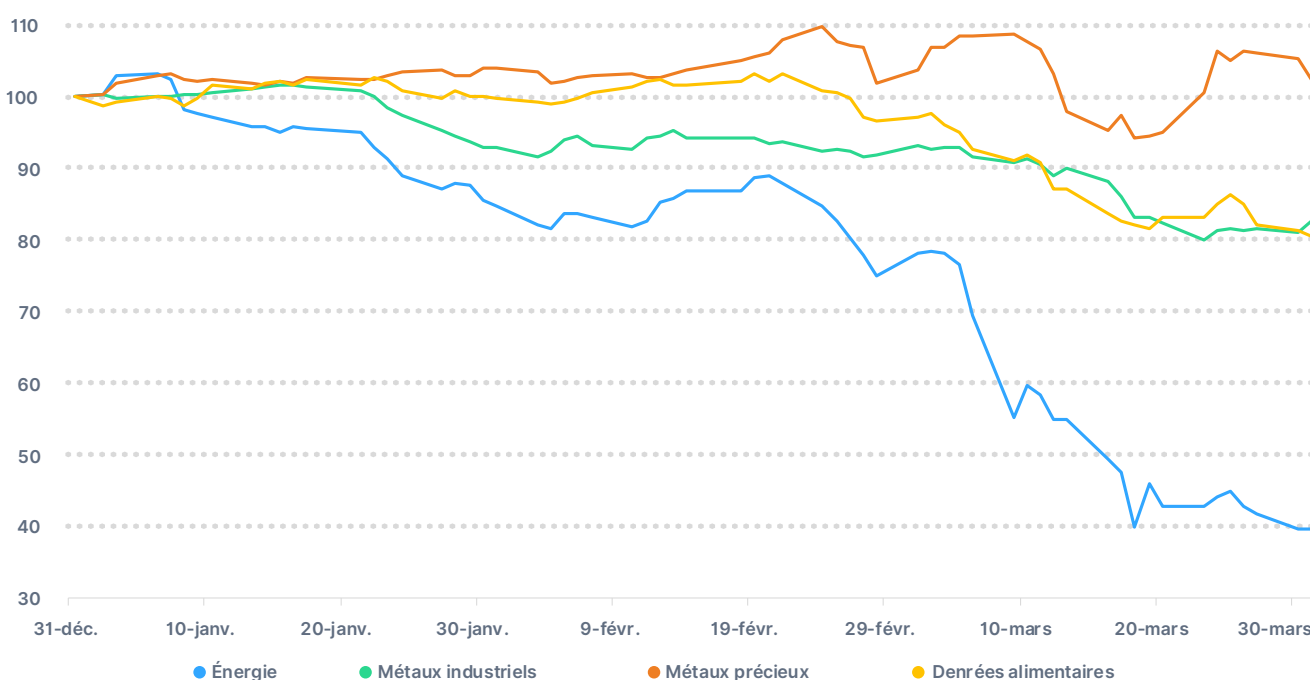
Sur les matières premières, un véritable contre - choc pétrolier s'est produit : le coronavirus a fait éclater l'alliance de circonstances qui rapprochait depuis des années l'Arabie Saoudite et la Russie ! L'effondrement de la consommation mondiale de pétrole exigeait, pour soutenir les prix, que de très importants quotas additionnels soient mis en œuvre, mais aucun accord n'a été trouvé. Pire encore, chacun a décidé d'accroître désormais sa production pour



L'ampleur du décrochage économique sera très forte, c'est pourquoi, par effet de base, le début d'année 2021 permettra aux entreprises d'afficher de très fortes progressions de bénéfices, d'autant que les soutiens budgétaires et monétaires prendront leurs pleins effets à cet horizon.

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

Sources : Bloomberg, WeSave



gagner des parts de marché, aux dépens des prix. Le but est évidemment d'affaiblir les producteurs américains qui ont plusieurs faiblesses : leur coût d'extraction est plus élevé, ce sont des entreprises privées plutôt qu'étatiques, et généralement déjà très endettées. La conséquence a évidemment été d'ébranler brutalement le secteur pétrolier et les emplois directs et indirects qui lui sont associés, mais aussi leurs créanciers et actionnaires ! Tant que ce bras de fer se prolongera, le pétrole restera peu coûteux, impliquant des transferts de pouvoir d'achat massifs des pays producteurs vers les pays consommateurs de pétrole. Les pays importateurs de pétrole bénéficient ainsi actuellement d'un allègement de facture énergétique massif : c'est un important soutien financier, sans même que leurs gouvernements n'aient à déboursier la moindre somme. Les autres matières premières ont été emportées par cette vague, y compris les métaux précieux ! La conséquence est, en fin de compte, de fragiliser plus particulièrement certains pays

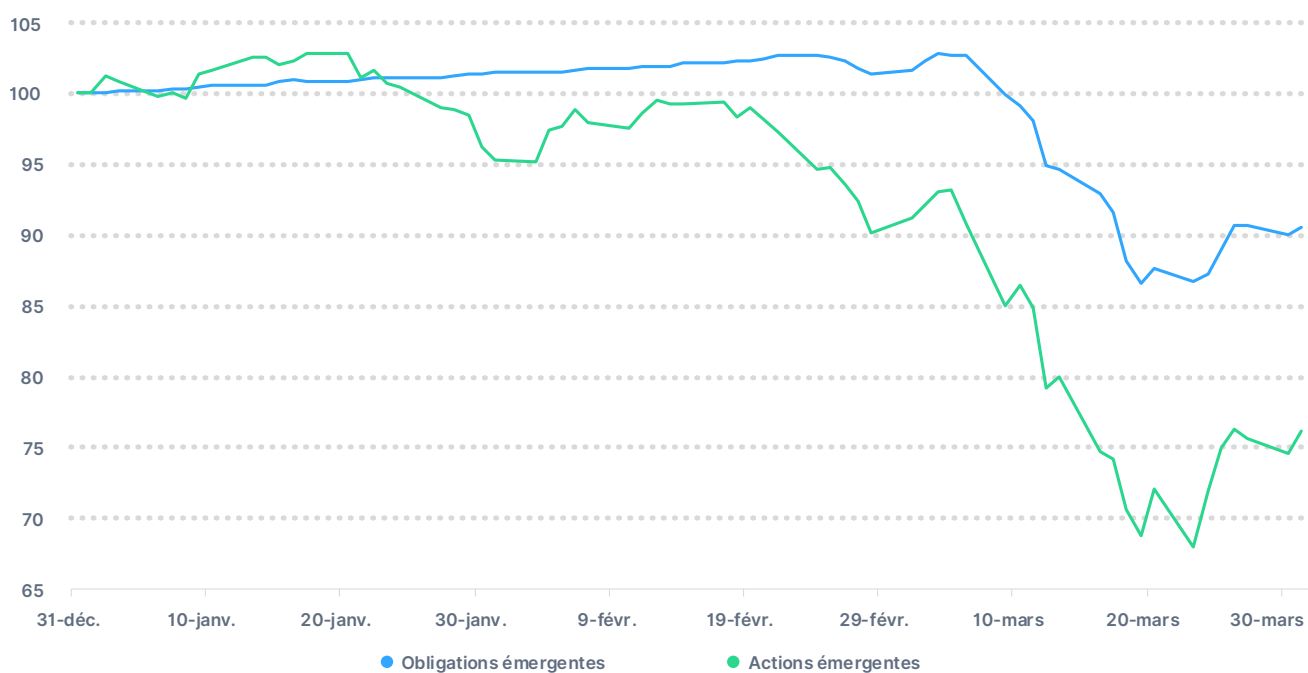
émergents dont les économies sont trop peu diversifiées et dépendantes des recettes issues des matières premières. La reprise économique profitera aux matières premières, et l'or retrouvera certainement sa fonction d'actif refuge de diversification.

Émergents :

Au-delà des matières premières pénalisant beaucoup de pays émergents, ces derniers souffrent de nombreuses faiblesses qui en font une cible privilégiée des flux vendeurs. Le coronavirus a provoqué une importante chute d'activité dans ces pays, et les baisses de taux d'intérêts engagées par leurs banques centrales ont fortement pesé sur leurs devises. Pour l'investisseur étranger, c'est donc la double peine : l'actif baisse du fait de ses fondamentaux, et en plus il subit une sanction additionnelle au travers de la devise. Les institutions financières de ces pays ont de plus une assise

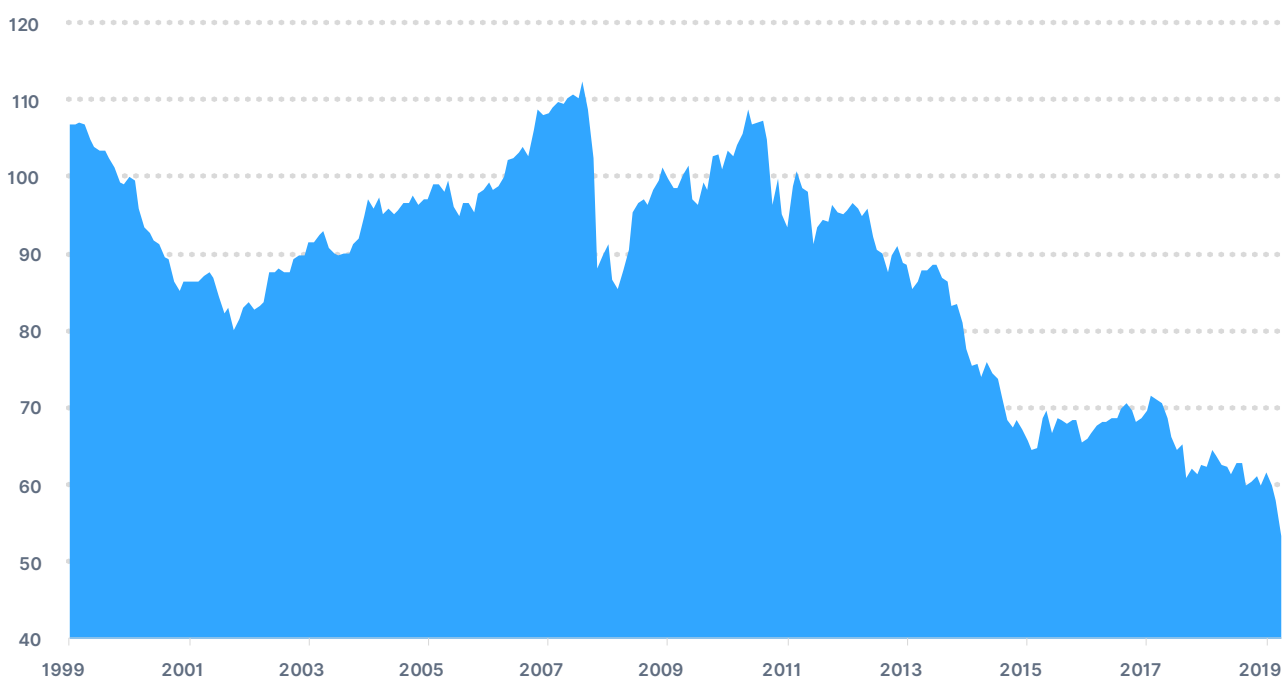
Performance des indices obligataires et actions émergents en 2020 (Base 100 = 31/12/19)

Sources : Bloomberg, WeSave



Indice JP Morgan des devises des pays émergents face au Dollar

Sources : Bloomberg, WeSave



financière insuffisante pour s'opposer à l'ampleur des flux internationaux sortants. La moindre liquidité boursière des actifs émergents explique aussi fréquemment des ampleurs de replis atypiques. Il est fort possible qu'en fin de compte cette épidémie incite certains pays et entreprises à remettre à plat la segmentation internationale de leurs productions, car des vulnérabilités et dépendances importantes ont été mises en évidence à cette occasion : une relocalisation géographique des productions pourrait intervenir, avec éventuellement un contrecoup en termes d'inflation.

Devises :

Au-delà de la poursuite de l'inexorable repli des devises émergentes, l'ensemble des devises a fait l'objet de fluctuations extrêmement erratiques depuis le début de l'année. Les réflexes de refuge vers le Yen japonais et le Franc suisse ont fonctionné à leur habitude. En revanche, le Dollar,

lui aussi traditionnellement recherché dans ces circonstances, a été extrêmement fluctuant, notamment face à l'Euro. Ceci s'explique par la spectaculaire décision de la FED de porter la borne supérieure des taux américains de 1.75% à 0.25% alors que la BCE laissait ses taux inchangés ! Difficile à ce stade de se prononcer sur l'évolution à venir de la parité Euro-Dollar, tant l'ampleur des interventions budgétaires et monétaires sont complexes à anticiper, chaque jour amenant son lot de nouvelles annonces de chaque côté de l'Atlantique. De plus, la mauvaise gestion de cette crise sanitaire par D. Trump et son Administration pourrait remettre en cause ses chances de l'emporter lors de l'élection présidentielle en fin d'année, d'où une possible nervosité persistante à venir du Dollar.

Euro-Dollar

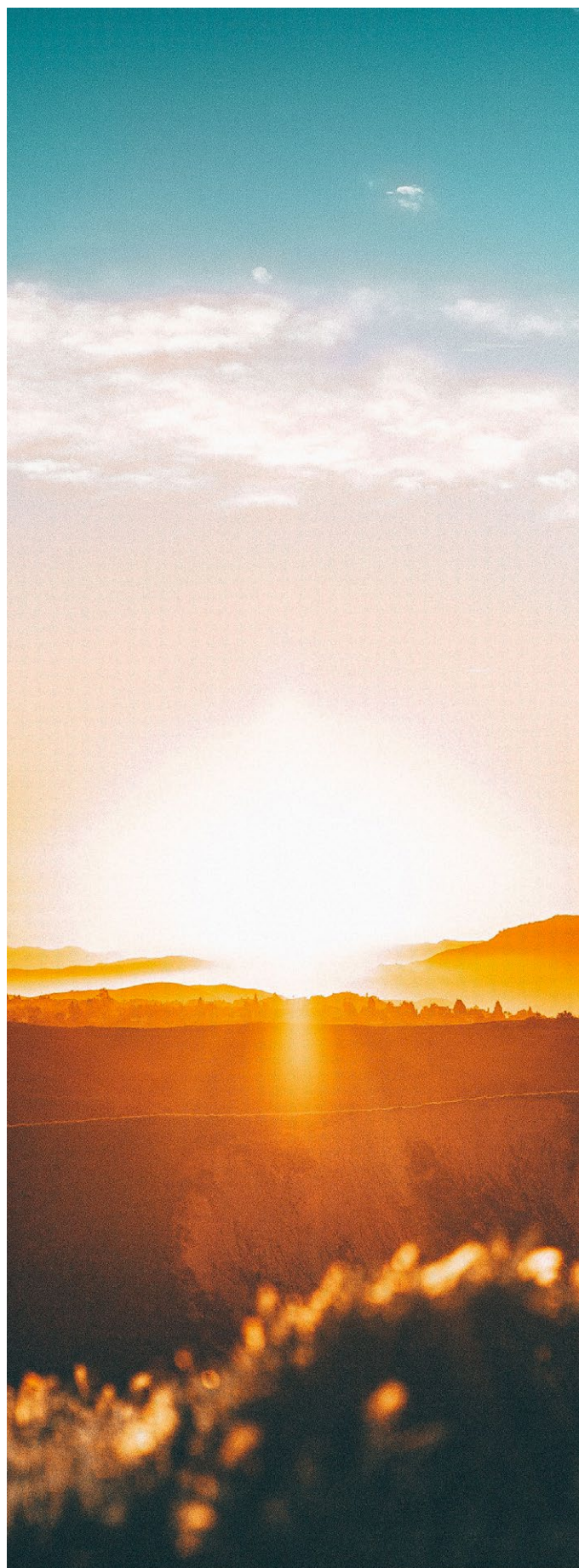
Sources : Bloomberg, WeSave



Synthèse de nos vues :

- Les obligations souveraines n'offrent plus de protection satisfaisante du fait de l'ampleur des émissions à venir.
- Les obligations d'entreprises solides doivent être privilégiées, les faillites pouvant frapper beaucoup d'entreprises notées High Yield.
- Les actions doivent être progressivement renforcées car, à l'horizon d'un an, elles devraient afficher de très fortes progressions de bénéfices.
- Les prix du pétrole restent dépendants du triptyque Arabie Saoudite - Russie - États-Unis, les métaux industriels se redresseront, et l'or servira d'actif refuge de diversification.
- Les émergents présentent d'importantes fragilités fondamentales persistantes nous incitant à leur préférer les investissements dans les pays développés.
- Le Dollar pourrait rester versatile, notamment du fait de l'incertitude quant à l'élection présidentielle en fin d'année.

Investir aujourd'hui permettra à celui qui en a les moyens de combiner des achats pertinents de long terme, tout en contribuant au maintien et à la reprise de l'activité économique. **Les équipes de WeSave restent à votre disposition pour vous accompagner dans vos divers projets financiers actuels ou à venir.**



Macro Économie

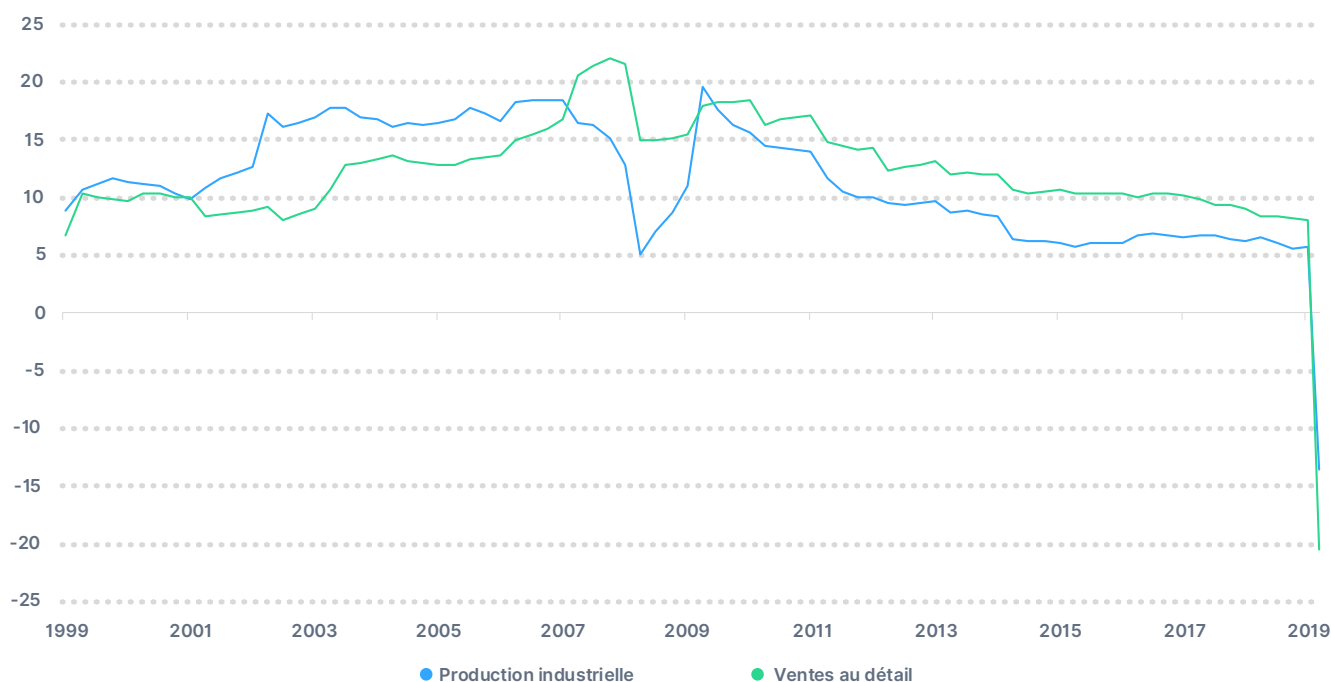
- Les statistiques chinoises reflètent finalement l'étendue de l'impact du coronavirus.
- La production industrielle, destinée à la clientèle nationale et aux exportations, s'effondre de -13.5% en février, en rythme annualisé.
- Les ventes au détail baissent encore plus brutalement, décrochant de -20.5% en février, en rythme annualisé.
- L'ampleur de la reprise économique entamée en mars ne devrait être que très partiellement reflétée lors des prochaines statistiques.

Quelle conséquence pour les portefeuilles ?

La pétrification d'une part très importante de l'économie chinoise a eu des conséquences inédites sur les principaux indicateurs économiques et financiers du pays. La production a été très perturbée, voire parfois complètement stoppée, du fait de la très forte interdépendance entre entreprises, mais aussi car la province confinée de Hubei est un gigantesque atelier de production. Alors même que le pays oriente ses efforts vers la consommation nationale, celle-ci s'est elle aussi effondrée du fait des mesures drastiques adoptées. La croissance économique redémarre, mais la clientèle internationale pourrait faire défaut car les confinements se multiplient à travers le monde entier, notamment en Europe et aux États-Unis, les deux principales destinations à l'exportation. La prudence reste de mise quant aux perspectives du pays.

Production industrielle et ventes au détail en Chine (données annualisées, en %)

Sources: Bloomberg, WeSave



Marchés Financiers

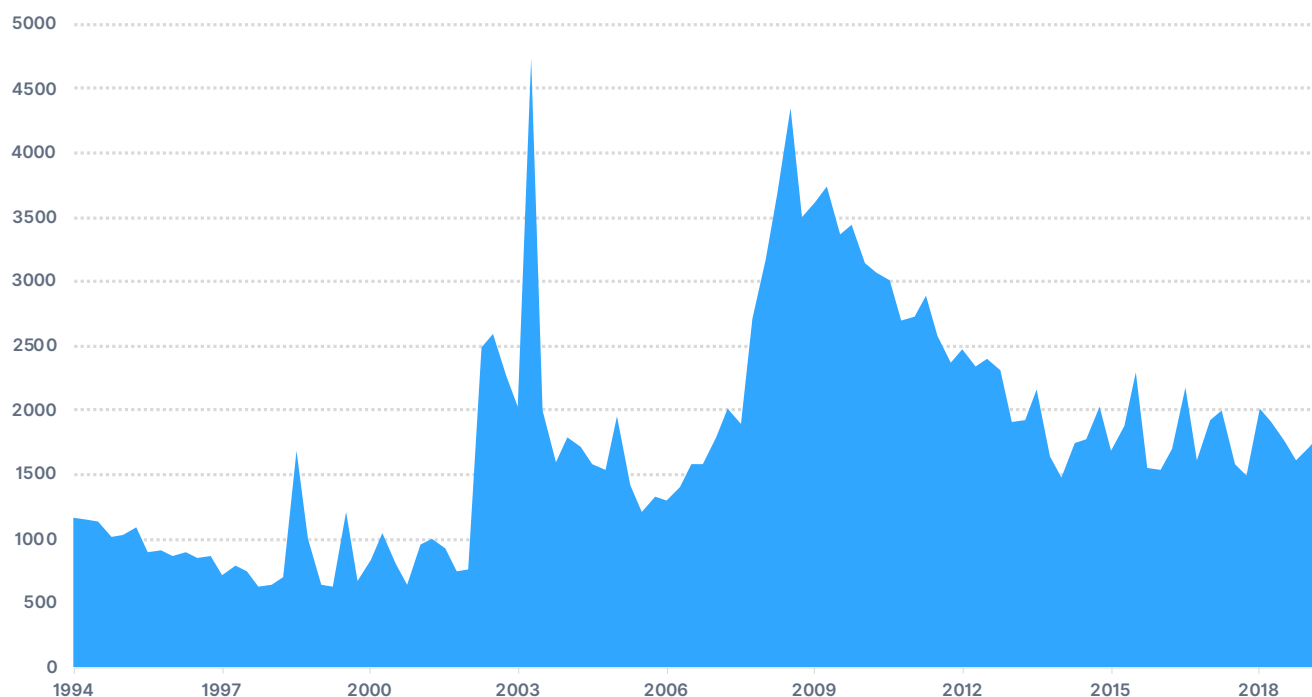
- Lorsqu'une entreprise américaine rencontre de trop importantes difficultés financières, elle peut se placer sous le régime du Chapitre 11.
- Dans la plupart des cas, la société garde alors le contrôle de ses opérations pour tenter de se réorganiser, mais reste soumise à la surveillance du tribunal.
- L'avantage de cette procédure est qu'elle entraîne la suspension automatique des actions des créanciers.
- Le Chapitre 11 est idéal lors des stress temporaires de trésorerie.

Quelle conséquence pour les portefeuilles ?

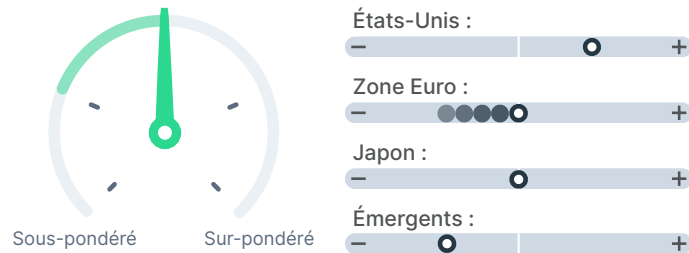
Le coronavirus affecte directement l'activité de très nombreuses entreprises, perdant brutalement leurs revenus alors même que les frais récurrents sont toujours dus ou débités. Plutôt que la faillite, les sociétés américaines chercheront à se placer sous le régime du Chapitre 11 durant les prochains mois. Les dirigeants de ces entreprises disposent alors d'un délai de 120 jours, pouvant toutefois être prorogé plusieurs fois et sans limitation de durée par le tribunal, pour tenter de redresser leur situation économique. Cette disposition devrait permettre à de nombreuses entreprises d'éviter la liquidation (Chapitre 7), en dépit de l'ampleur de l'arrêt économique en cours. Il est toutefois essentiel que les tribunaux soutiennent ces démarches, et que les comités de créanciers approuvent les plans de redressements des dirigeants.

Nombre de sociétés américaines se plaçant en «Chapitre 11»

Sources: Bloomberg, WeSave

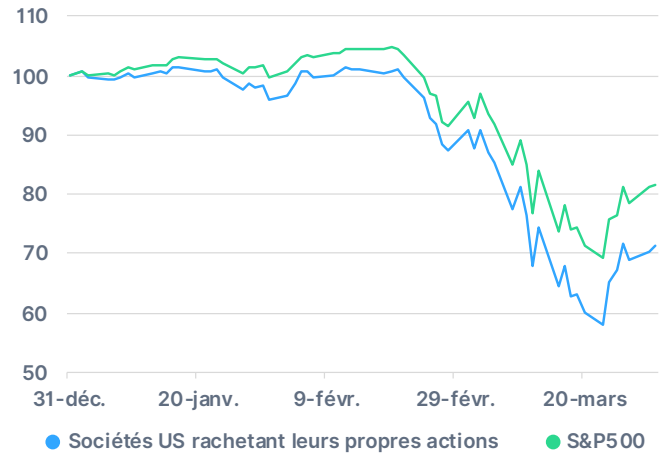


ACTIONS



Le coronavirus a provoqué le confinement de près de la moitié de la planète. Faute de trésoreries suffisantes, le risque de faillite est important pour les entreprises continuant d'avoir des charges, mais sans les revenus en contrepartie. Les actions ont très violemment intégré la perspectives de pertes et non plus de bénéfices à venir en 2020. Les replis des marchés ont été à peu près les mêmes à travers le monde, quelles que soient les capitalisations des sociétés. Certains secteurs défensifs (biens de première nécessité, télétravail, ou activités par abonnement) ont résisté, mais les plus cycliques se sont effondrés. Les plans de rachats d'actions ou de versements de dividendes

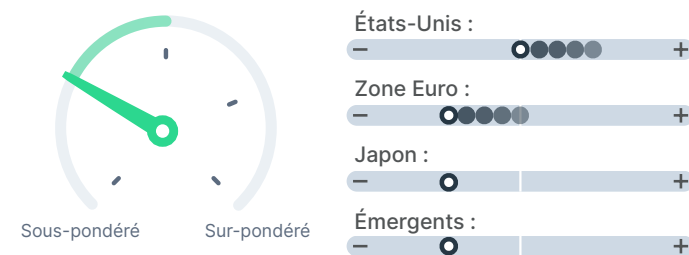
Performances comparées des actions US et de l'indice des sociétés US rachetant leurs propres actions (Base 100 = 31/12/19)



Sources: Bloomberg, WeSave

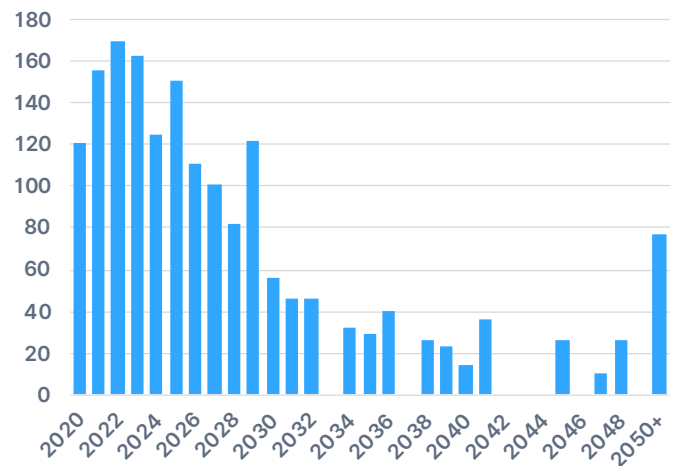
sont incertains, voire soumis au bon vouloir des États. L'ampleur du repli et la perspective du rebond économique à venir nous incitent à passer de sous-pondéré à neutre sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



En mars, les obligations souveraines ont eu une évolution particulièrement heurtée. Le réflexe d'achats refuge, habituel lors des chocs boursiers, s'est brutalement interrompu lorsque les investisseurs ont pris conscience de l'ampleur des émissions obligataires que les États seraient amenés à effectuer durant les prochains mois ou années. Le rendement de ces obligations s'est alors très brutalement tendu, mais les banques centrales ont heureusement promis d'acheter massivement à l'avenir ces dettes, voire parfois celles d'entreprises si nécessaire, ce qui a provoqué un repli des rendements. Il est toutefois à craindre que lorsque

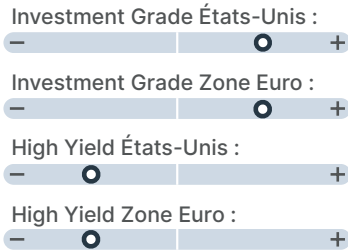
Répartition par échéances de la dette de la France (Mds €)



Sources: Bloomberg, WeSave

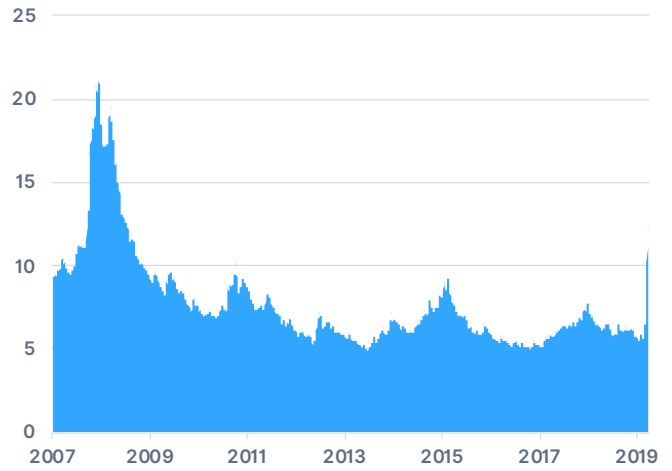
l'activité économique reprendra, les investisseurs favorisent plutôt les actifs financiers risqués, d'autant que le rendement des obligations souveraines est historiquement bas. Nous abaissons notre vue à sous-pondéré sur les obligations d'États.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Le coronavirus a brutalement restauré la hiérarchie des risques entre dettes d'entreprises. Les sociétés aux bilans solides et dont les « business models » sont jugés résilients bénéficient de flux favorables, l'hypothèse étant qu'elles ont la capacité de faire face, même si cette épidémie devait se prolonger. Certains de ces groupes pourraient même en sortir renforcés si des concurrents sont très affaiblis ou venaient même à disparaître. À l'inverse, les entreprises fragiles pourraient faire défaut sur certains de leurs remboursements obligatoires, sauf à ce que le cas de « force majeure » ne les protège. Même si les banques

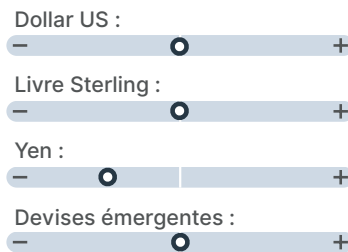
Rendement en % des obligations à haut rendement mondiales («High Yield»)



Sources: Bloomberg, WeSave

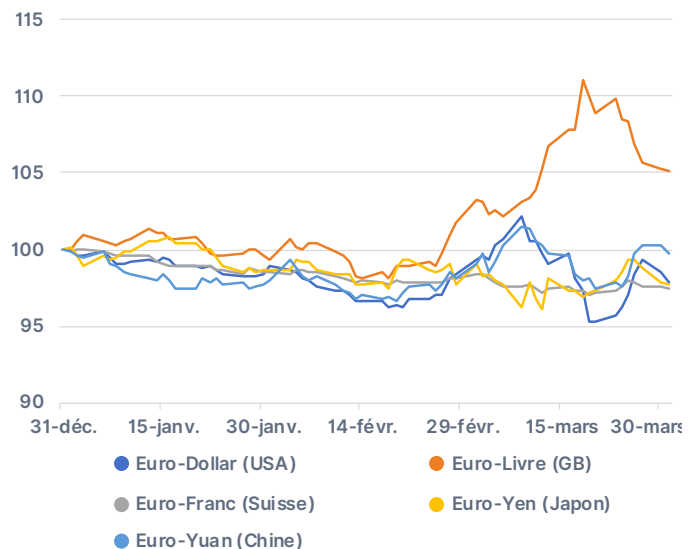
centrales interviennent, il n'est pas certain que les banques privées prennent le risque d'alourdir leurs portefeuilles de créances douteuses. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises et sous-pondérés sur les obligations « High Yield ».

DEVISES



L'une des caractéristiques de cette crise sanitaire est qu'en bourse, elle a provoqué le réveil de la volatilité entre devises. En premier lieu, c'est sur la principale des parités au monde, c'est-à-dire l'Euro-Dollar, que les mouvements sont d'une extraordinaire violence : +6%, -6%, +4% entre le 20 février et la fin mars ! Plus généralement, les investisseurs réagissent vivement aux nombreux effets d'annonce des banques centrales et soutiens budgétaires révélés par les États. La coordination des communications entre pays ou banques centrales est souvent défailante, entraînant de la nervosité sur les devises. Les devises émergentes souffrent tout particulièrement durant cette phase

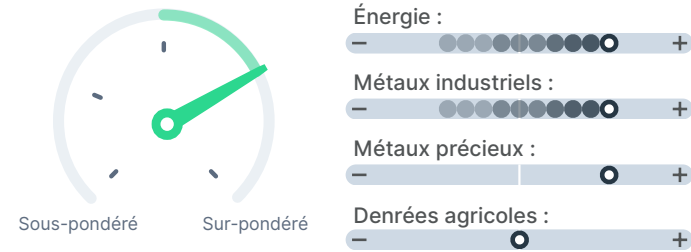
Evolution de certaines devises face à l'Euro (Base 100 = 31/12/19)



Sources: Bloomberg, WeSave

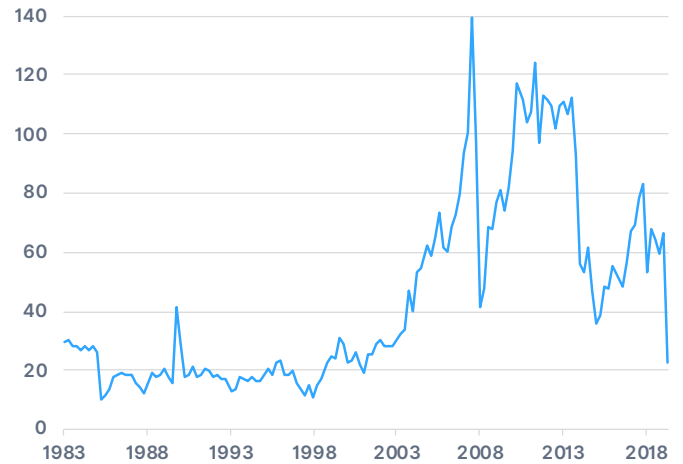
boursière, notamment les pays ayant une très forte exposition aux matières premières. Le Dollar sert plutôt de devise refuge, mais l'élection présidentielle en novembre pourrait tester sa solidité.

MATIÈRES PREMIÈRES



Pour les matières premières, le coronavirus a provoqué un véritable contre-choc pétrolier. Ce dernier souffre simultanément d'un effondrement de la consommation dû aux confinements, et de l'échec des négociations entre la Russie et l'Arabie Saoudite quant aux quotas à reconduire. Ces deux pays ont même décidé d'accroître leurs productions dans une guerre de parts des marchés entraînant fugitivement le pétrole sous les 20\$. Il n'est pas certain que la production de schistes américains résiste longtemps à ce choc. Bien entendu, les métaux industriels et denrées alimentaires ont eux

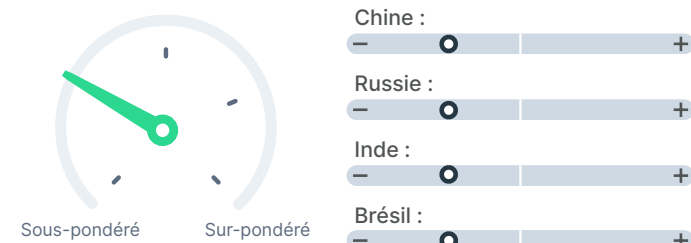
Evolution des prix du Brent (en \$)



Sources: Bloomberg, WeSave

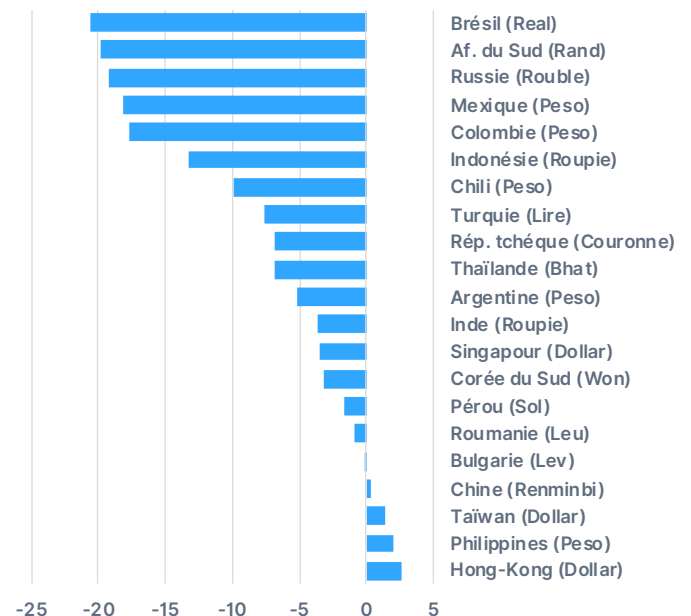
aussi décroché. Les métaux précieux sont versatiles, mais restent un des rares actifs encore en progression en 2020. Nous relevons notre vue à surpondéré sur les matières premières car le cycle économique reprendra, et nous gardons l'or pour son caractère refuge.

ÉMERGENTS



Les pays émergents sont particulièrement exposés aux aléas du commerce international. Le confinement de près de la moitié de la planète est donc évidemment une catastrophe pour l'activité et pour les revenus de ces pays. De plus, leurs devises décrochent fortement, rendant encore plus difficile et coûteux l'accès au Dollar dont la plupart des entreprises dépendent. L'effondrement des prix du pétrole et, plus généralement, celui des matières premières explique le reflux particulièrement prononcé de certaines devises. L'insuffisance chronique d'équipements médicaux dans ces pays est très inquiétante quant au risque d'expansion de la pandémie. Même si les valorisations

Devises émergentes face à l'Euro

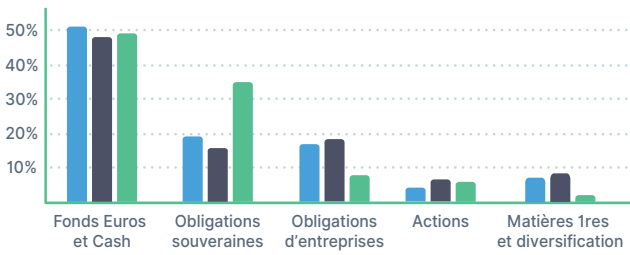


Sources: Bloomberg, WeSave

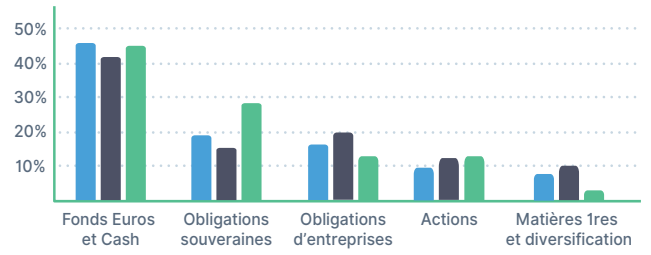
des actifs émergents laissent espérer des rebonds significatifs, nous préférons nous épargner ces risques spécifiques en restant sous-pondérés, préférant investir plutôt sur les matières premières.

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

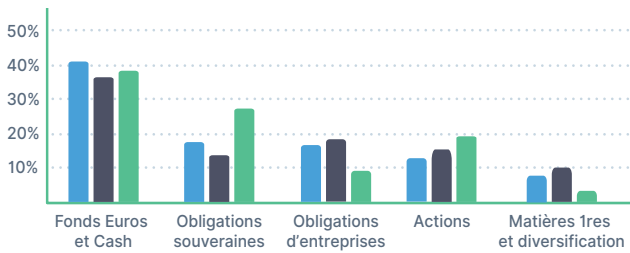
Profil 1 - Prudent



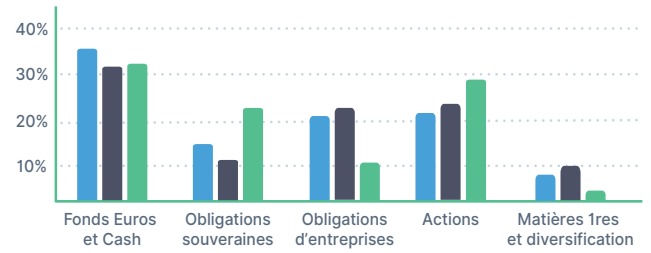
Profil 2 - Prudent



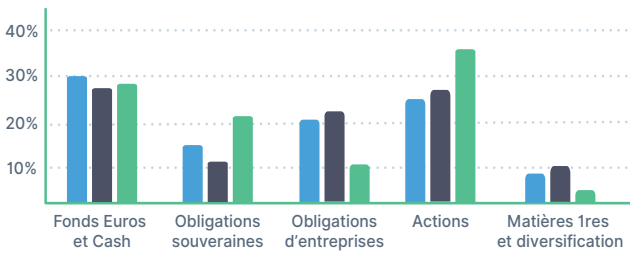
Profil 3 - Défensif



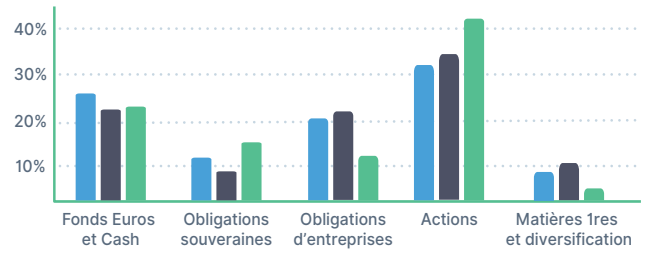
Profil 4 - Défensif



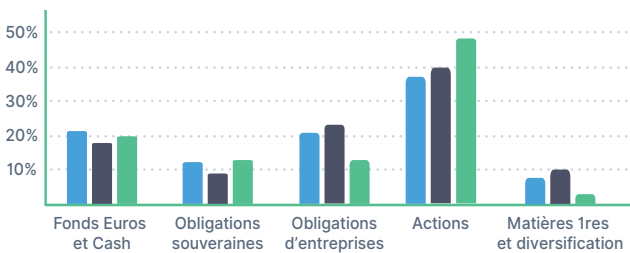
Profil 5 - Équilibré



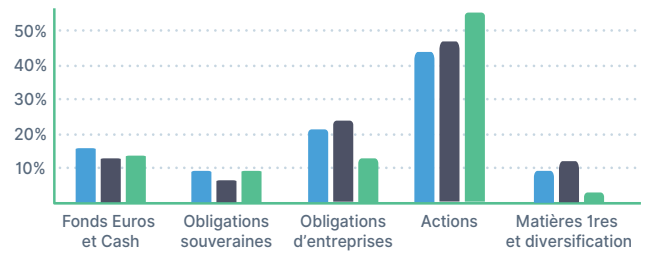
Profil 6 - Équilibré



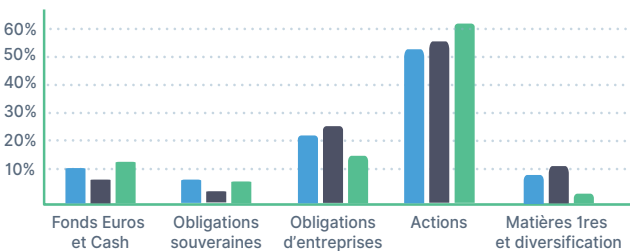
Profil 7 - Offensif



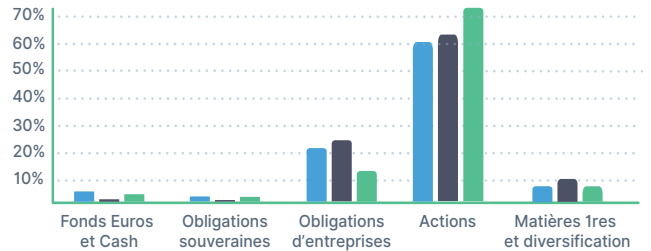
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



L'impact du coronavirus sur l'immobilier

L'équipe des conseillers WeSave

Estevan Marques est conseiller junior au sein du pôle patrimonial chez WeSave. Il décide de rejoindre cette fintech aux idées novatrices en 2019, persuadé que l'avenir de la gestion de patrimoine se trouve dans le digital et les nouvelles technologies.



Estevan Marques
Conseiller junior en gestion de patrimoine

Nous traversons aujourd'hui une crise sanitaire inédite dont les mesures de confinement qui en découlent ont frappé de plein fouet des segments essentiels de l'économie, et cela pour une durée indéterminée. C'est cette incertitude qui a entraîné la chute des marchés financiers et qui nous amène à nous poser la question suivante.

Le marché immobilier est-il à l'abri d'une telle contagion ?

Jusqu'à très récemment encore orientés à la hausse, et battant même des records à Paris, les prix de l'immobilier se heurtent désormais à un obstacle colossal. En effet, le marché immobilier tourne au ralenti en raison de la fermeture des réseaux d'agences qui sont dans l'incapacité de reprendre une activité normale. Les visites sont impossibles (hormis les visites virtuelles), et on ne peut concevoir qu'un acquéreur signe pour un bien qu'il n'a jamais vu, quand bien même la signature serait encore possible chez le notaire. S'ajoute à cela la construction qui est à l'arrêt, même si des accords ont été trouvés entre le gouvernement et les représentants des entreprises de BTP.

Enfin, l'interruption des crédits immobiliers octroyés par les banques renforce cette mise à l'arrêt. Ainsi le système apparaît comme contaminé à tous les étages, soulevant la question suivante : dans ce contexte, peut-on envisager une baisse de l'immobilier ?

Quand on parle de récession économique, de chômage partiel, de mesures de confinement prolongées, alors il devient évident que les acheteurs se montrent plus prudents, voire plus regardants quant au prix payé au moment d'acquérir un bien physique. C'est pourquoi il paraît indéniable que les prix de l'immobilier soient

amenés à baisser. Les notaires tablent sur une baisse de 10 à 15 %, d'autres experts s'attendent à une baisse limitée à 5 %. Pour d'autres encore, les prix vont seulement se stabiliser sur le moyen long terme, et c'est seulement les volumes de ventes qui vont chuter et non pas les prix.

Nous allons voir quelles sont les conséquences pour les propriétaires désireux de se séparer de leurs biens et les potentiels acquéreurs, ainsi que l'impact réel pour l'épargnant qui a investi dans la pierre papier.

Pour les vendeurs...

Il convient de ne pas céder à la panique et surtout de ne pas se précipiter en baissant les prix. En effet, les promoteurs restent optimistes quant à un retour à la normale de l'activité dès la fin de la période de confinement. Ces derniers s'appuient sur un ensemble de facteurs encourageants pour les mois à venir. La demande devrait se réactiver, soutenue par des conditions d'emprunt favorables et des taux d'intérêt toujours bas. La prolongation des dispositifs Pinel et Prêt à Taux Zéro jusqu'en 2021 vient soutenir cette hypothèse. Par conséquent, si vous considérez que l'argent investi n'est pas un besoin fondamental pour le moment, alors vous pouvez voir la crise comme une opportunité de non seulement maintenir vos investissements, mais de

L'heure est peut-être à l'opportunité, même si il convient de ne pas perdre de vue les possibles enjeux que constituent le désendettement et la reconstitution des réserves d'épargne de précaution !

réinvestir de manière contre-intuitive, en misant sur le potentiel effet de levier de la reprise qui s'annonce inévitable.

Pour les acheteurs ...

L'heure est peut-être à l'opportunité, même si il convient de ne pas perdre de vue les possibles enjeux que constituent le désendettement et la reconstitution des réserves d'épargne de précaution ! Beaucoup de vendeurs laissent espérer une baisse des prix compte tenu des facteurs anxigènes qui les assaillent, quitte à déstabiliser le marché de manière durable. En effet, les propriétaires craignent d'une part de ne plus trouver d'acheteurs et d'autre part, de voir la valeur de leur bien diminuée alors que le marché de l'immobilier ne s'était jamais aussi bien porté. Sans compter les dossiers déjà en cours où les délais de rétraction, d'obtention de prêt et de signatures courent déjà.

Dans le cas où l'acquisition d'un bien reste urgente, les acheteurs peuvent continuer à rechercher leur futur logement à distance grâce aux visites virtuelles et aux courtiers immobiliers qui proposent des études de dossiers à distance ou des estimations directement réalisées en ligne.

Pour l'épargnant qui a investi dans la pierre papier...

Tout d'abord, on peut se concentrer sur les risques à court terme entraînés par la suspension des loyers. Ces risques restent limités aux petites entreprises fortement touchées par le confinement. A cet égard, plusieurs sociétés de gestion ont confirmé l'encaissement de la quasi-totalité des loyers du premier trimestre 2020. Ainsi, la mesure de suspension des loyers ne produira pas d'effet négatif sur les revenus versés au premier trimestre. En revanche nous n'avons pas ces mêmes certitudes pour le second trimestre.

Concernant les secteurs d'activité les plus

négativement exposés à cette crise, on peut citer les bureaux et locaux d'activités pour PME, l'hôtellerie (touristique ou d'affaires), les commerces non-indispensables ou dépendants de l'activité touristique, et enfin, les locaux liés à l'enseignement.

A contrario, d'autres secteurs d'activité devraient être moins exposés aux effets négatifs de ce virus : les bureaux et locaux loués à de grandes entreprises, les commerces de première nécessité bien situés ou encore les services de livraison au destinataire final. Concernant l'immobilier de santé, l'impact de cette crise sur les Ehpad risque de remettre en cause la pérennité de ce secteur sur le court moyen terme du fait des dépenses à venir pour consolider les exigences en terme de sécurité sanitaire. Cependant sur le long terme, ce secteur devrait résister du fait de la garantie étatique qui caractérise ces établissements : pensionnaires qui paient les EHPAD grâce aux revenus des retraites qu'ils touchent des États.

Ces quelques exemples démontrent que le rendement des SCPI ne s'effondrera pas nécessairement violemment du fait des impacts de ce virus, même si certains rendements pourraient reculer durant quelques trimestres. Pour rappel, le Report A Nouveau (RAN) devrait permettre à de nombreuses SCPI de compenser d'éventuelles suspensions temporaires de loyers. Pour rappel, le RAN correspond au bénéfice non distribué aux associés servant à lisser de moins bons résultats à venir. Si une SCPI redistribue toutes ses richesses chaque année, son report à nouveau sera faible. Les SCPI prévoyantes disposent ainsi d'un report à nouveau élevé (de l'ordre de 10%) permettant ainsi d'absorber une chute temporaire de rendement. Cela concerne en particulier les SCPI privilégiant la diversification et la mutualisation du risque, disposant ainsi de loyers déjà encaissés mais non versés aux porteurs de parts. Des SCPI comme IMMORANTE et EFFIMO1 affichent des RAN de 52 jours. Cela signifie qu'elle pourrait se permettre de verser le même niveau de dividendes à ses associés pendant 52 jours sans encaisser de loyers.

Pour les épargnants inquiets d'une potentielle baisse

des prix de parts, le ratio valeur de reconstitution sur prix de part est un indicateur très utile dans les circonstances actuelles. Ce rapport permet de déterminer si le prix de part est décoté ou surcoté. La valeur de reconstitution étant le montant qu'il faudrait que l'investisseur apporte pour reconstituer à l'identique le patrimoine de la SCPI. Elle équivaut donc à la valeur vénale des immeubles de la SCPI majorée de frais. Ainsi, plus la marge est élevée, plus la SCPI sera en mesure de faire face à une diminution des prix de l'immobilier sans devoir procéder à un réajustement du prix de la part à la baisse.

Conclusion :

Le principal facteur à prendre en considération est la durée du confinement qui est déterminante quant à l'évolution future des prix. Autant de calendriers porteurs de scénarios, optimistes ou pessimistes, très différents, venant brouiller les anticipations sur le long terme.

La chute historique de la bourse agit d'un côté comme une publicité formidable pour l'immobilier. La confiance des ménages a ainsi tendance à se reporter ou encore à conforter l'hypothèse de solidité de la pierre.

En revanche, à l'approche d'une récession qui paraît

d'autres secteurs d'activité devraient être moins exposés aux effets négatifs de ce virus : les bureaux et locaux loués à de grandes entreprises, les commerces de première nécessité bien situés ou encore les services de livraison au destinataire final.

inévitables, les ménages ne pourront ou ne voudront plus s'endetter sur le long terme autant qu'ils envisageaient de le faire avant cette pandémie. Si les acheteurs sont moins présents, la tension du marché immobilier devrait se résorber. La hausse des prix au m², jusqu'alors facilitée par des conditions bancaires très favorables et par la pénurie de logements, pourrait s'interrompre, voire s'inverser !

En d'autres termes, une dépréciation des prix des immeubles n'est pas impossible. C'est pourquoi l'emplacement et la composition du patrimoine de la SCPI sont des facteurs jouant un rôle crucial dans la pierre papier. Les actifs les mieux placés et convoités, comme l'immobilier résidentiel, seront les plus résistants à une éventuelle baisse des prix. De plus, avec la montée très forte du commerce en ligne, l'immobilier logistique recouvrant notamment les entrepôts, les locaux d'activité et les centres de messagerie voit sa demande littéralement exploser ces derniers temps. L'investisseur doit également porter son attention à l'endettement de la SCPI et aux réserves mises de côté (RAN) énoncées plus haut. Autant de facteurs cumulatifs à intégrer dans une sélection pertinente permettant de dissoudre les craintes suscitées par une éventuelle suspension des loyers.

L'équipe de conseillers WeSave reste disponible plus que jamais dans cette période difficile pour vous orienter aux mieux dans vos différents projets. Vous pouvez nous joindre directement au 01 80 49 70 00 ou via notre plateforme internet

www.wesave.fr.

Grâce à nos outils digitaux permettant de souscrire en ligne, vous pouvez réaliser vos investissements à distance, de chez vous, tout en profitant des conseils patrimoniaux de nos experts par téléphone.



AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

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

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



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

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

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

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