

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

- | | | | |
|----|-------------------------|----|------------------------------------|
| 02 | L'éclairage du gérant | 21 | Nos vues tactiques et stratégiques |
| 16 | Points macro et marchés | 22 | Pour aller plus loin |
| 18 | Vues des actifs | | |

L'éclairage du gérant mars 2022

Ça tourne ... Actions !

Ça tourne... ! En ce début d'année, le phénomène le plus frappant pour tout observateur assidu des marchés d'actions est l'étendue des rotations à l'œuvre. Zones géographiques, secteurs, styles de gestion... tout y passe, et les mouvements sont souvent historiques par leur ampleur et leur vitesse. Comment interpréter ces bouleversements, sont-ils temporaires ou bien durables, et l'épargnant doit-il alors modifier ses allocations d'actifs ?

Fast & Furious (R. Cohen / 2001)

Le jeudi 3 février 2022, suite à la publication de ses résultats trimestriels, Meta (ex Facebook) a vu sa capitalisation boursière décrocher de 251 Mds \$ (-28% sur le titre) soit la plus forte destruction de valeur en une seule journée de toute l'histoire de la bourse ! Le lendemain, Amazon a vu pour sa part sa capitalisation boursière progresser de 191 Mds \$ (+13,5% sur le titre), soit la plus forte appréciation journalière de l'histoire des marchés financiers ! Pour mieux comprendre ce que cela peut signifier, seules 2 des sociétés du CAC40, L'Oréal et LVMH, ont des valorisations boursières supérieures à 190 Mds \$! Ces réactions extrêmes pourraient éventuellement passer pour être des cas isolés, dus aux spécificités de chacune des sociétés, mais c'est en réalité toute la cote qui est actuellement disloquée. Au sein du CAC40 dividendes réinvestis, en seulement deux mois,

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.



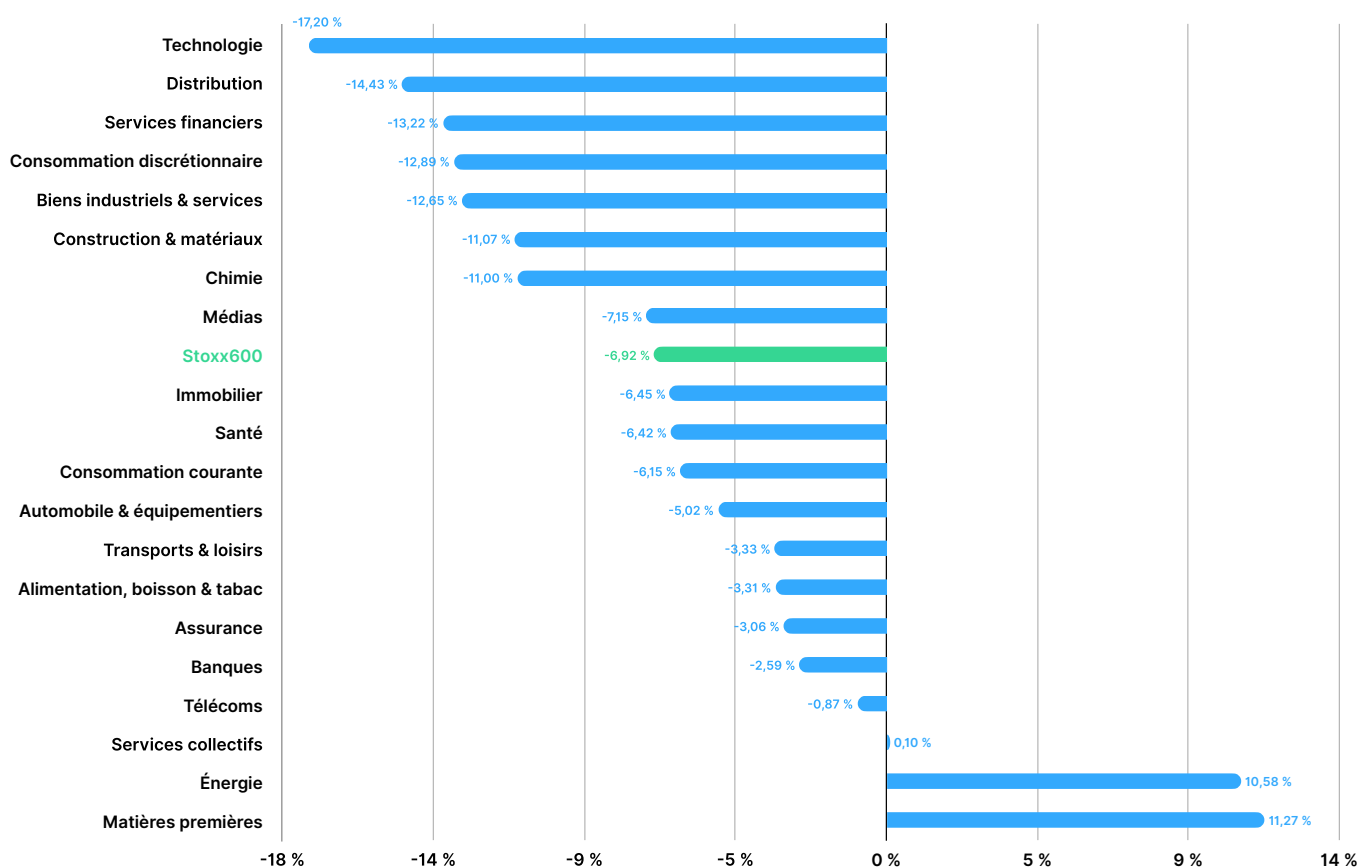
Vincent Lequertier
Gérant chez WeSave

Alstom baisse de -26,65% quand Thalès gagne +37,57%, l'indice reculant pour sa part de -6,80%. Dans le même temps, au sein de l'indice large des actions européennes qu'est le Stoxx600, le secteur de la technologie décroche de -17,20% quand le secteur des matières premières s'apprécie de +11,27%. Toujours en Europe, le segment des sociétés dites « décotées » (style « value ») baisse de -1,15% en 2022 alors que leur pendant, les valeurs dites de « croissance » (style « growth »), recule de -12,62% ! Enfin, sans être aussi prononcés que sur les valeurs ou bien les secteurs, les écarts de performances entre pays sont souvent significatifs en ce début d'année, et les fluctuations respectives des devises n'expliquent pas ces différences. Que se passe-t-il alors ?

Ces réactions extrêmes pourraient éventuellement passer pour être des cas isolés, dus aux spécificités de chacune des sociétés, mais c'est en réalité toute la cote qui est actuellement disloquée.

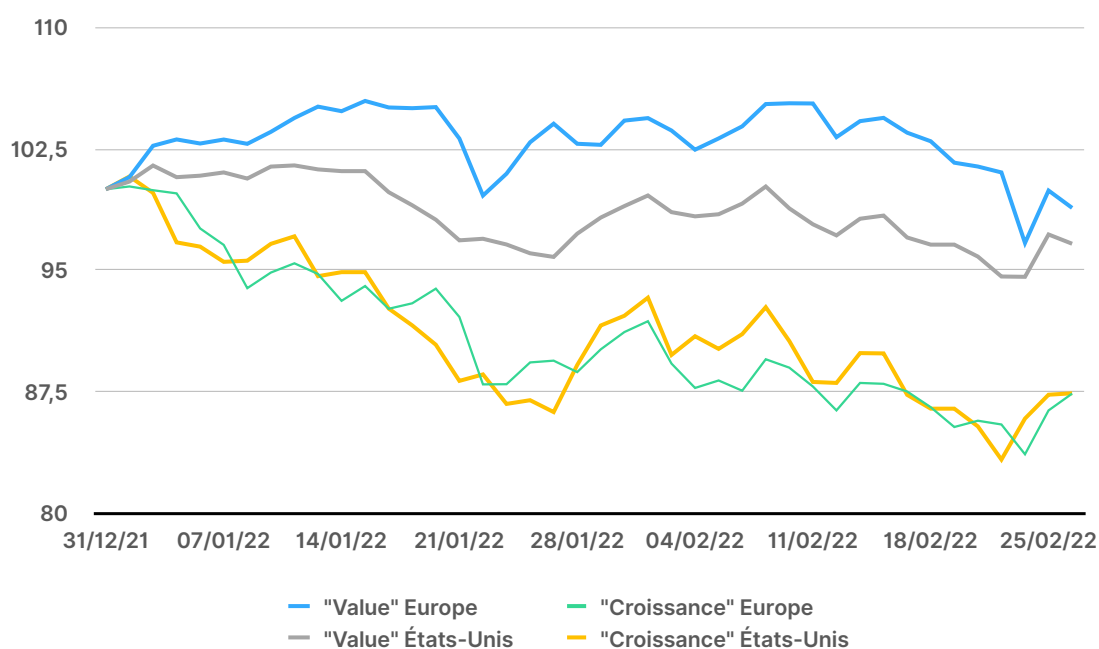
Performance des secteurs du Stoxx600 européen en 2022, dividendes réinvestis

Sources : Bloomberg, WeSave



Performance des styles «Value» et «Croissance» en 2022 (Base 100 = 31/12/21)

Sources : Bloomberg, WeSave



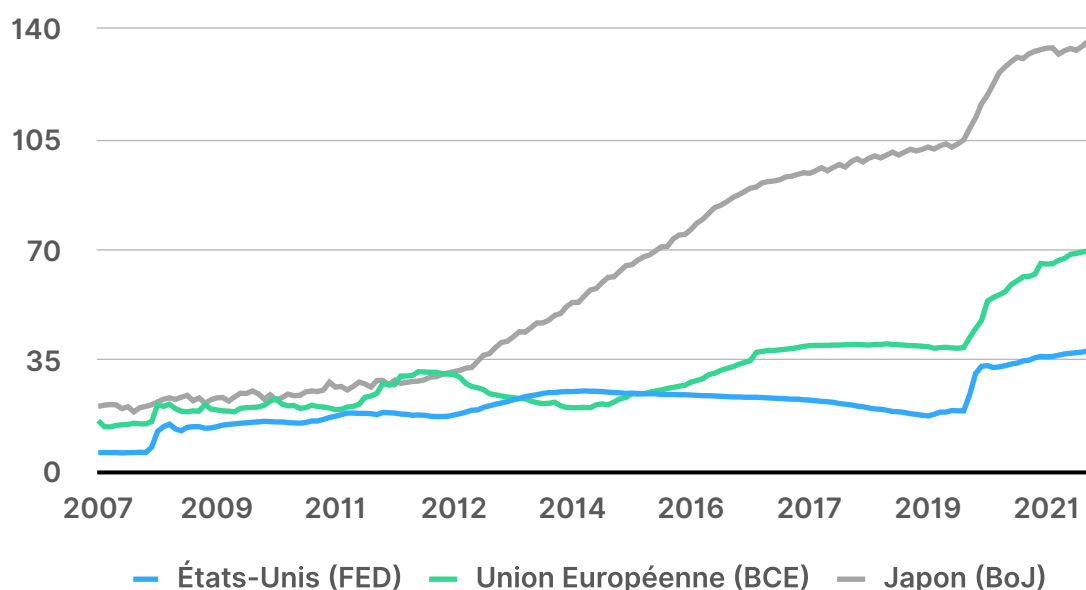
Volte face (J. Woo / 1997)

Les marchés d'actions sont aujourd'hui soumis aux fluctuations des marchés obligataires, eux-mêmes tourmentés par les soudaines inflexions de politique monétaire des grandes Banques centrales. La crise de la COVID a nécessité des soutiens budgétaires et monétaires inédits, et les États et les banquiers centraux ont préféré en faire trop que pas assez pour compenser la fermeture administrative des économies. Mais depuis un an l'inflation s'emballe et, même si bien des composantes de l'inflation ne devaient être que transitoires, car dues à la désorganisation persistante de nos économies, il est impossible pour les élus de ne pas entendre les doléances des ménages-électeurs voyant leur pouvoir d'achat désormais attaqué sur les biens de première nécessité. Les banquiers centraux n'avaient d'autre choix que de durcir fortement leurs communications à l'encontre de l'inflation,

à défaut d'agir immédiatement. Les investisseurs ont été pris à revers par l'intensité et la soudaineté de ces revirements oratoires, et leurs allocations d'actifs n'y étaient généralement pas assez préparées. Lorsque tout le monde doit procéder simultanément aux mêmes ajustements de position, il n'y a plus assez de contreparties sur les marchés financiers, ce qui explique l'actuel sursaut de volatilité sur la plupart des classes d'actifs. Ce n'est toutefois pas tant le durcissement monétaire à venir que craignent les investisseurs, mais plutôt la persistance des incertitudes qui l'entourent (quels instruments ? quelle intensité ? quel étalement dans le temps de ces mesures ?), car chacun y va alors de son hypothèse et ce sont généralement les avis les plus radicaux et pessimistes qui ont la plus forte résonance sur les marchés. Le flou autour des modalités de ces durcissements monétaires devrait persister jusqu'aux prochaines réunions des Banques centrales se tenant en mars (le 10 mars pour la BCE en Europe, et le 16 mars pour la FED américaine). Mais pourquoi alors les actions sont-elles affectées par ces inflexions monétaires ?

Bilan des Banques centrales en % du PIB

Sources : Bloomberg, WeSave



Ce qui nous lie (C. Klapisch / 2017)

Pour comprendre l'effet des taux d'intérêts sur le comportement des actions, il faut revenir au fondamental de ce qui les unit. En faisant l'acquisition d'une fraction du capital d'une entreprise, l'investisseur achète l'espoir de bénéfices (donc de dividendes) futurs, et il accorde des probabilités plus ou moins fortes à la réalisation de ces flux financiers à venir (autrement dit il leur applique une « prime de risque » plus ou moins importante). Mais l'épargnant pourrait aussi choisir d'investir sur des obligations durant la même durée d'investissement, ces dernières versant des coupons réguliers, et avec généralement un risque modéré de défaut de paiement ou de faillite. C'est pourquoi le niveau des rendements des obligations a nécessairement beaucoup d'importance dans la décision d'investir ou non sur les actions.

Le tableau ci-joint souligne la sensibilité à la durée et au niveau des taux d'intérêts d'un investissement. Si on observe par exemple la colonne à 10 ans, on voit bien que plus les taux d'intérêts sont élevés, plus l'actif obligataire est compétitif, l'apport en capitaux nécessaire étant moindre pour un même résultat final. Depuis des décennies, les taux d'intérêts n'ont cessé de baisser, rendant mécaniquement de moins en moins intéressant l'investissement sur les obligations. De plus, comme on peut le voir par exemple sur la ligne avec des taux d'intérêts à 0,5% (proche de ceux de la France actuellement !), lorsque les taux d'intérêts sont très bas, la différence de performance est moins flagrante entre un investissement obligataire de courte ou de longue durée. Sachant que sur le long terme les actions offrent des perspectives de gains bien plus importantes, l'investissement sur les actions s'est donc logiquement imposé dans les allocations d'actifs à mesure que les rendements obligataires ont diminués, et cela malgré sa plus grande versatilité. Même si les rendements obligataires

devaient poursuivre leur remontée, ce qui semble vraisemblable dans l'actuel contexte plus inflationniste, il est peu probable que cela remette en cause l'attrait structurel des actions. L'enjeu pour l'investisseur est donc surtout d'évaluer au mieux la « prime de risque » à appliquer : les inflexions de politique monétaire, les

changements de réglementation ou de fiscalité imposés par les États, les ruptures technologiques, le degré de pression concurrentielle, les éventuelles ruptures d'approvisionnement en matières premières ou en semi-conducteurs, les tensions géopolitiques, les chocs sanitaires...

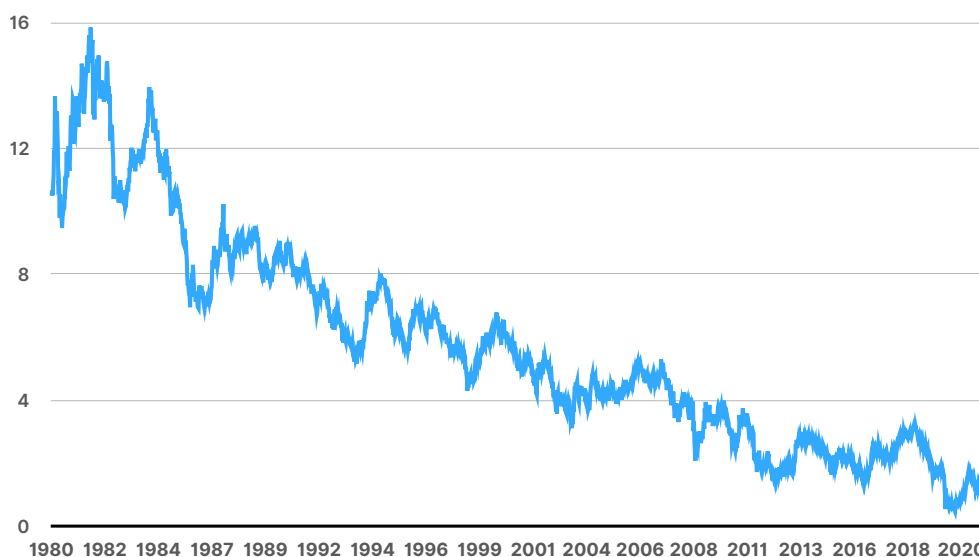
Combien faut-il investir aujourd'hui pour obtenir 1 000 000 € dans x années, en fonction du taux d'intérêt ?

Sources : WeSave

Taux d'intérêt	5 ans	10 ans	20 ans
0,5 %	975 371 €	951 348 €	905 063 €
2 %	905 731 €	820 348 €	672 971 €
4 %	821 927 €	675 564 €	456 387 €
8 %	680 583 €	463 193 €	214 548 €

Rendement des obligations à 10 ans américaines (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Speed (J. de Bont / 1994)

Les entreprises n'ont toutefois pas toutes le même « business model », et leur potentiel de croissance est alors très variable. Aux fins de simplification extrême de notre démonstration, prenons l'hypothèse d'une entreprise réalisant régulièrement une croissance de ses bénéfices nets pendant de très nombreuses années. Autrement dit, valorisons cette société comme on le ferait d'une obligation à revenus constants. Ce second tableau montre à quel point la croissance, si elle se concrétise effectivement, démultiplie potentiellement la performance de l'investissement initial.

Toute société sérieuse, apte à produire de fortes croissances futures, ne peut évidemment alors qu'attirer les investisseurs. Le coût d'emprunt du capital étant devenu très faible, la plupart des projets à forte croissance potentielle trouvent facilement à se financer, même si l'entreprise doit réaliser des pertes et non pas des bénéfices durant plusieurs années. Mais

comment choisir entre les différents projets ? La moindre erreur sur la « prime de risque » à appliquer engendre des écarts de valorisation futurs phénoménaux : du simple au double par exemple entre un investissement à 10 ans selon que la croissance est de 10% ou bien de 15% ! Il faut donc très régulièrement vérifier que le « business plan » promis reste soutenable sur la durée ! Mais ceci est très complexe et chronophage, et n'empêche pas les erreurs de jugement. C'est pourquoi beaucoup d'investisseurs optent à l'égard des valeurs de croissance pour la stratégie des « forages pétroliers » : multiplier les investissements dans de très nombreuses entreprises, beaucoup seront finalement sans grand intérêt, mais il suffit d'un seul succès remarquable pour très largement couvrir tous les autres investissements et offrir une forte rentabilité globale à son épargne. La mutualisation est en effet un excellent moyen de limiter le risque spécifique pris, et c'est l'un des avantages majeurs que nous trouvons justement aux ETF que nous utilisons dans notre gestion ! Aujourd'hui, au vu des performances des entreprises et des secteurs en bourse, ce sont pourtant justement les valeurs de croissance qui sont les plus fortement délaissées. Pourquoi ce paradoxe ?



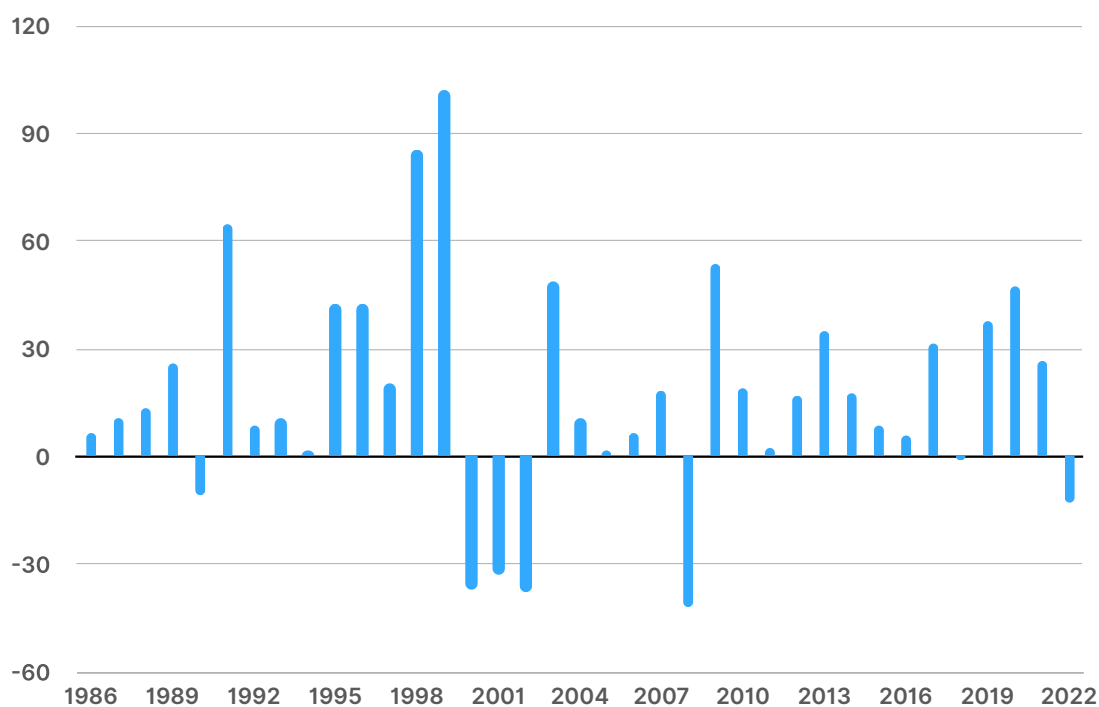
Combien rapportera 1 000 000 € dans un x années selon le rythme de croissance de l'entreprise ?

Sources : WeSave

Croissance future de l'entreprise	5 ans	10 ans	20 ans
2 %	1 104 081 €	1 218 994 €	1 485 947 €
5 %	1 276 282 €	1 628 895 €	2 653 298 €
10 %	1 610 510 €	2 593 742 €	6 727 500 €
15 %	2 011 357 €	4 045 558 €	16 366 537 €

Performance annuelle du Nasdaq100 (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Il était une fois la révolution (S. Leone / 1971)

La première explication de ce paradoxe pourrait être une déception très systématique quant à leur croissance constatée et projetée. Au vu des publications de résultats, ce n'est pourtant pas le cas, c'est même tout le contraire, sauf à de rares exceptions près alors très violemment sanctionnées : Netflix, Meta... Les valeurs de croissance sont actuellement surtout pénalisées par le contexte de remontée des rendements obligataires affectant leur valorisation. C'est donc un ajustement mécanique de leur « prime de risque » qui est à l'œuvre et non pas une remise en cause de leur « business plan ».

Le recul des valeurs de croissance tient aussi à l'exposition très forte, voire peut-être excessive, des investisseurs. Pour beaucoup de ces sociétés, la crise de la COVID a été un accélérateur de croissance : numérisation de nos économies (télétravail, visioconférences...), intensification de l'usage des réseaux sociaux, développement des loisirs à domicile (jeux vidéo, streaming de films ou de séries)... La COVID a de ce fait incité les investisseurs à être souvent « monomaniaques » : concentrés sur quelques sociétés ou secteurs d'activité, et délaissant ceux pénalisés par les confinements. Aujourd'hui, les économies se normalisant ou devant bientôt fonctionner normalement, c'est pourquoi il convient désormais de prendre des bénéfiques sur les valeurs de croissance ayant beaucoup progressé et de rééquilibrer la structure des allocations d'actifs. Pour certains investisseurs spécifiques, les « hedge funds », cette situation est particulièrement stressante puisqu'ils avaient financé l'achat des valeurs de croissance en vendant en face les valeurs décotées. Ils sont donc pris complètement à revers par les mouvements boursiers en cours, et doivent déboucler en urgence, parfois à tout prix, des positions souvent trop

radicales. Ces arbitrages violents, accentués par les effets parfois pervers des algorithmes automatiques de gestion, expliquent l'extrême volatilité et la dispersion des performances en ce début d'année.

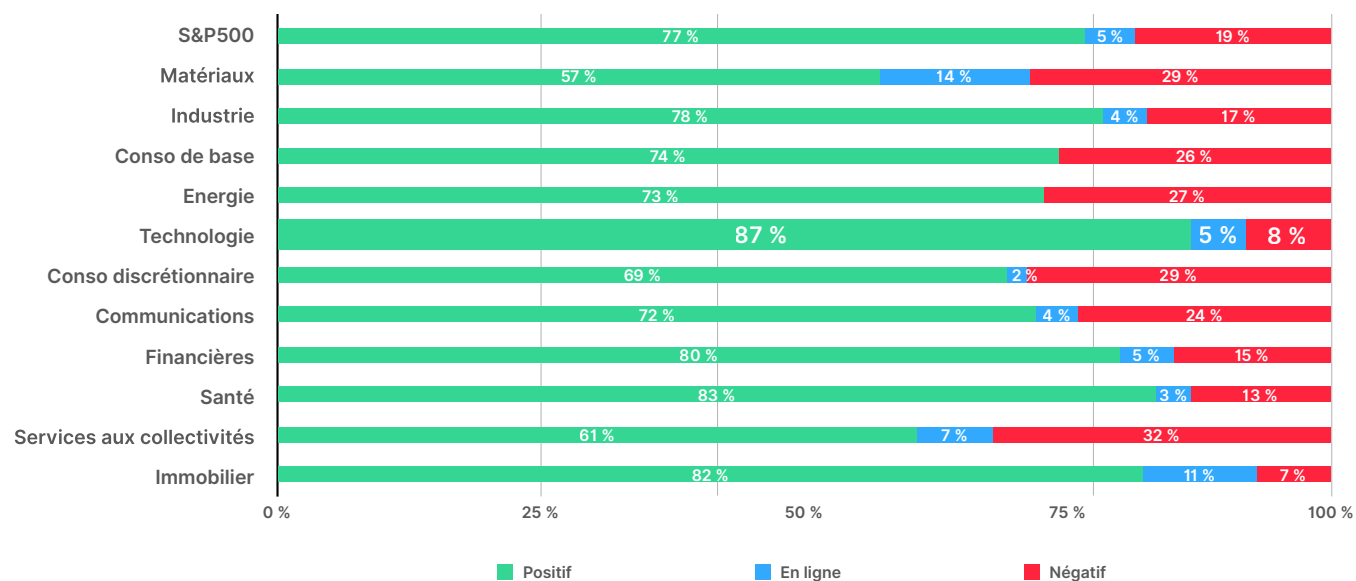
Enfin, l'actuelle contre-performance des valeurs de croissance peut aussi s'expliquer par les biais progressivement pris par la plupart des indices de référence en bourse. Les promoteurs des indices boursiers souhaitent en effet attirer à eux les capitaux internationaux et, depuis de très nombreuses années, la surperformance des valeurs de croissance est tout simplement spectaculaire. Le poids indiciel de ces valeurs (technologie, luxe...) n'a cessé de progresser, et les entrées-sorties dans les indices ont souvent accentué encore ce phénomène. Les investisseurs institutionnels utilisant ces indices comme indicateurs



Pour beaucoup de ces sociétés, la crise de la COVID a été un accélérateur de croissance : numérisation de nos économies (télétravail, visioconférences...), intensification de l'usage des réseaux sociaux, développement des loisirs à domicile (jeux vidéo, streaming de films ou de séries)...

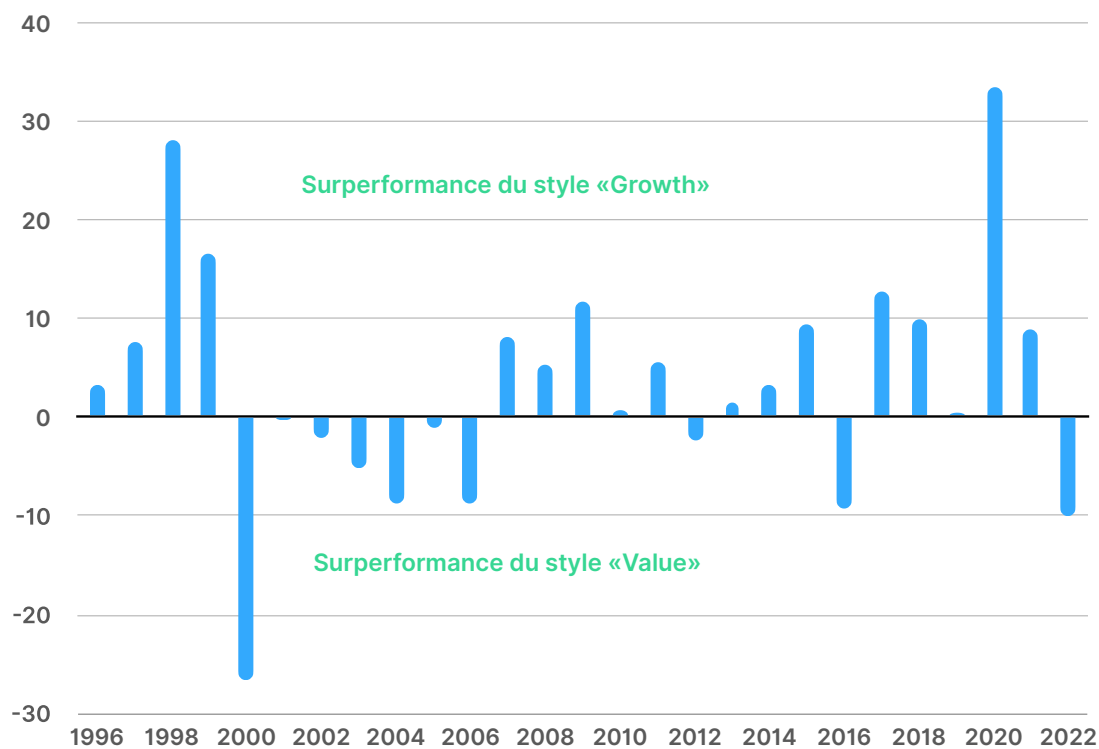
Surprises sur les bénéfices lors des publications trimestrielles (4ème trimestre 2021) des entreprises du S&P500

Sources : Bloomberg, WeSave



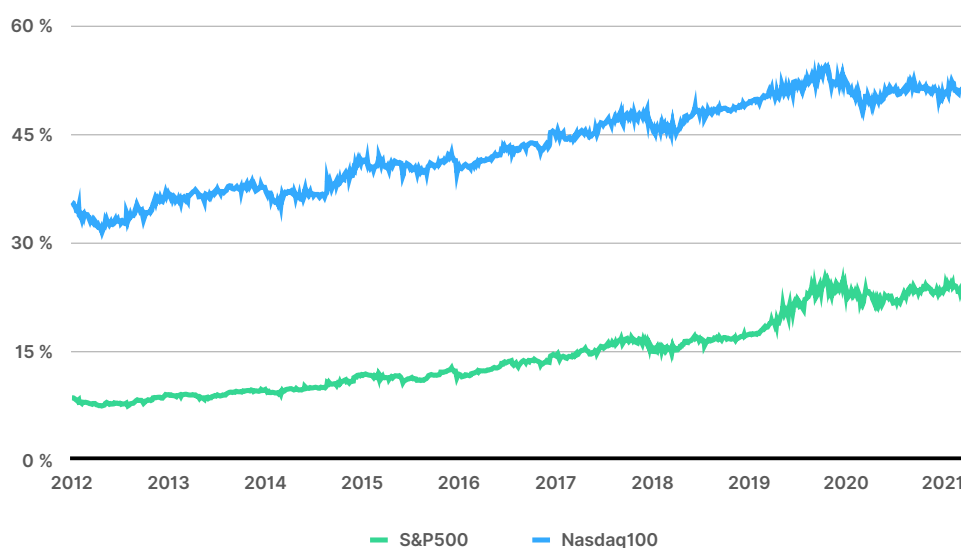
Différentiel de performance entre le style «Growth» et le style «Value» américain

Sources : Bloomberg, WeSave



Poids des GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft) dans les indices américains

Sources : Bloomberg, WeSave



de référence pour leur gestion, il leur était souvent difficile de ne pas accompagner cette repondération des valeurs de croissance, d'autant que ces sociétés ont généralement favorablement surpris par leur croissance et leur rentabilité. Aujourd'hui, les investisseurs rééquilibrent leurs portefeuilles, et achètent de nouveau les valeurs décotées ou très cycliques (style « Value ») au détriment des valeurs de croissance. Mais comme le poids des valeurs de croissance est très dominant au sein des indices boursiers, ces derniers ont tendance à baisser ! Cette situation est particulièrement prononcée aux États-Unis où le biais croissance est spécialement fort, et où une poignée de sociétés est à elle seule déterminante pour la performance des indices (cf. GAFAM : Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft).

Psychose (A. Hitchcock / 1960)

Les mouvements en cours sont-ils alors de simples rotations entre secteurs ou entre styles de valeurs, dont

il faudrait chercher à anticiper l'éventuelle pérennité, ou bien est-ce le présage d'une correction significative à venir des marchés d'actions ?

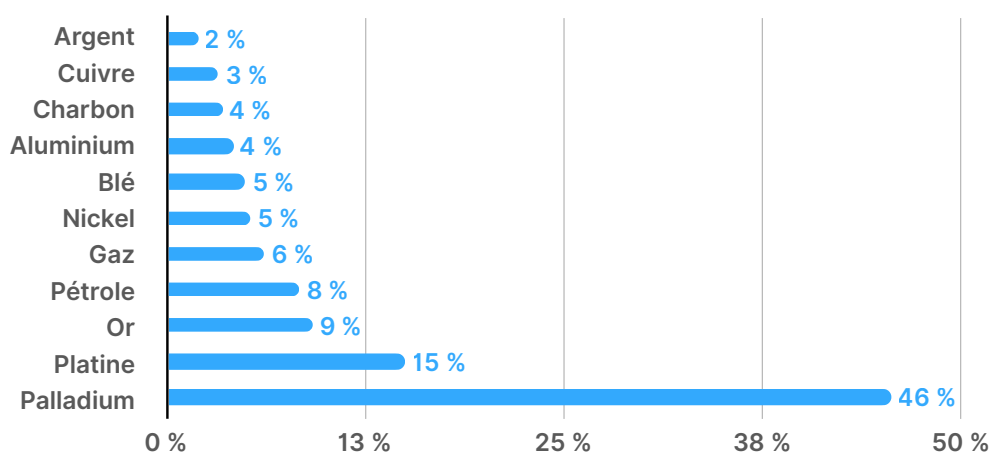
La guerre entre la Russie et l'Ukraine doit tout d'abord inciter à l'humilité et à la prudence dans l'analyse. En effet, l'inflation par le coût des matières premières énergétiques s'intensifie, et la croissance économique de bien des pays (européens notamment !) en sera affectée. Autrement dit, un scénario de « stagflation » (stagnation de la croissance économique et inflation concomitantes) doit être envisagé dans certains pays. Toutefois, la croissance économique devrait rester satisfaisante, d'abord parce que le rythme préalablement envisagé était très élevé, mais aussi parce que les Alliés apporteront leur appui à l'Europe dans cette crise et mobiliseront leurs réseaux internationaux afin de minimiser les effets collatéraux de cette guerre. La réaction des Banques centrales face à ce type d'événement devrait par ailleurs être plutôt accommodante, afin d'aider les États et les peuples. L'inquiétude géostratégique peut aussi toucher l'Asie : qu'en serait-il si un véritable conflit opposait la Chine et les États-Unis concernant la destinée de Taiwan ?

Ce pays étant incontournable pour la production des semi-conducteurs dans le monde, ce sont toutes les chaînes de production et tous les secteurs d'activité qui seraient directement asphyxiés, et une récession mondiale serait probable. L'histoire montre que lorsque de tels conflits interviennent (cf. Irak...), la bourse s'en accommode généralement assez vite, se traduisant par des chutes puis des rebonds en « V » des marchés.

La guerre entre la Russie et l'Ukraine doit tout d'abord inciter à l'humilité et à la prudence dans l'analyse.

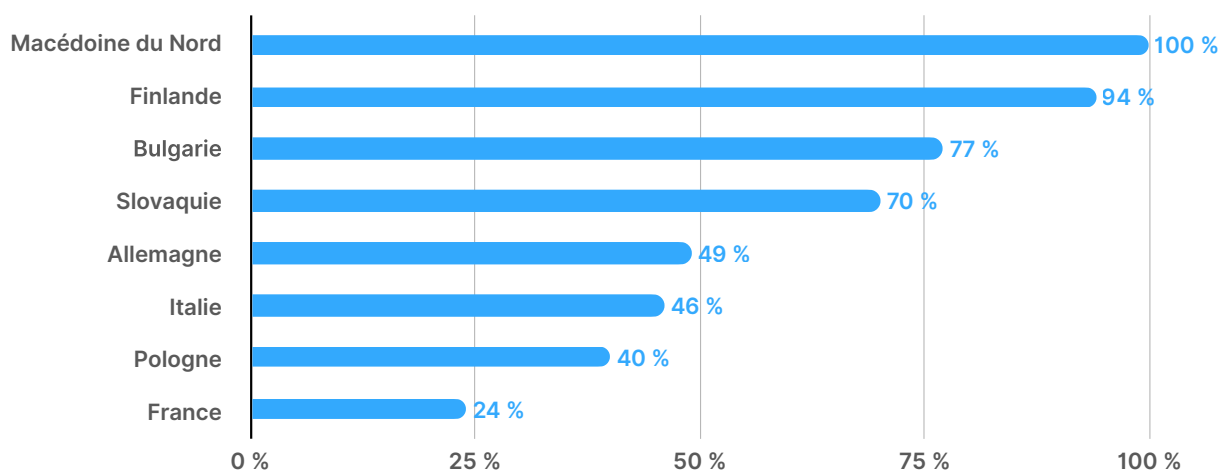
Poids de la Russie dans les exportations mondiales

Sources : Bloomberg, WeSave



Degré de dépendance de certains pays européens à l'égard du gaz russe

Sources : Statista, WeSave



En dépit de ces tensions géopolitiques et des durcissements monétaires à venir, l'analyse des flux financiers des investisseurs vers les diverses classes d'actifs depuis le début de l'année laisse peu de doutes quant à leur intérêt persistant à l'égard des actions. En effet, les actions restent LA classe d'actifs qui attire, avec déjà 161 Mds \$ de collecte nette en 2022. Cette donnée doit être rapprochée des obligations continuant à faire l'objet de retraits persistants de capitaux (-47 Mds \$), et plus encore du très fort recul du monétaire (-236 Mds \$). À l'évidence, les investisseurs restent en mode « Risk ON » ! À ce stade, il n'y a donc

pas de quoi s'inquiéter d'éventuels flux de capitaux défavorables aux actions. Par ailleurs, les perspectives de croissance des chiffres d'affaires et de bénéfices nets pour 2022 et 2023 restent favorablement orientées et, sauf à ce qu'elles soient fortement révisées en baisse, ces dynamiques d'activité seront un motif d'attrait persistant pour les investisseurs. La consommation des ménages devrait tenir grâce à l'épargne généralement constituée durant la COVID, et l'investissement des entreprises devrait rester fort si l'on se fie aux sondages menés auprès des dirigeants de sociétés.

Flux d'actif dans le monde en 2022	En montant (Mds \$)	En %
Actions	160,8	0,9 %
ETF	152,0	2,0 %
Gestion Active	8,8	0,1 %
Obligations	-46,8	-0,4 %
Matières premières	9,9	1,8 %
Monétaire	-236,4	-2,4 %
Actions par zones	En montant (Mds \$)	
États-Unis	83,4	
Europe	14,4	
Japon	-3,2	
International	66,2	
Dont Émergents	50,7	

Sources : EPFR Global, WeSave

Prévisions de croissance de résultat et de chiffre d'affaire de quelques grands indices boursiers

Sources : Bloomberg, WeSave

	Résultat			Chiffre d'affaire		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
S&P500 (États-Unis)	8,2 %	10,3 %	10,1 %	8,2 %	5,6 %	5,2 %
Nasdaq100 (États-Unis)	8,4 %	14,4 %	15,7 %	12,1 %	11,0 %	10,1 %
Stoxx600 (Europe)	6,3 %	6,2 %	7,5 %	8,6 %	3,1 %	3,2 %
Europe Stoxx50 (Europe)	8,2 %	6,7 %	7,4 %	7,9 %	2,0 %	2,3 %
Euro Stoxx50 (Zone Euro)	7,5 %	8,2 %	7,6 %	6,4 %	4,2 %	3,3 %
CAC40 (France)	5,2 %	4,9 %	8,6 %	7,8 %	3,7 %	3,3 %
DAX40 (Allemagne)	3,8 %	9,2 %	7,2 %	4,7 %	4,9 %	4,2 %
FTSE100 (Royaume-Uni)	9,5 %	3,0 %	4,7 %	13,0 %	0,0 %	3,4 %
Nikkei225 (Japon)	31,7 %	8,3 %	4,8 %	11,2 %	4,0 %	2,3 %

Retour vers le futur (R. Zemeckis / 1985)

Faut-il alors toujours surpondérer les actions et, si tel est le cas, que doit-on éventuellement privilégier ?

- Les banquiers centraux ont beau souhaiter lutter contre l'inflation, le durcissement de leur politique monétaire rencontrera vite deux obstacles : l'ampleur de la dette des agents économiques et le risque récessif de leurs décisions sur la croissance. De plus, la croissance économique et l'inflation sont vouées à revenir vers les niveaux d'avant COVID en 2023, pourquoi alors prendre le risque d'en faire trop et trop vite, sans prendre le temps de mesurer les effets des premières mesures restrictives ? Les anticipations de durcissement de politique monétaire par les marchés semblent alors trop fortes, c'est pourquoi l'actuelle remontée des rendements obligataires devrait s'apaiser, soulageant aussi les actions.

- Tant que les rendements réels (rendement obligataire dont on déduit l'inflation) resteront négatifs, l'épargnant allouant ses capitaux sur les obligations perdra obligatoirement du pouvoir d'achat. L'investissement en actions, bien que plus versatile, s'impose alors nécessairement dans une perspective de long terme.

- Un cycle d'investissement de long terme par les entreprises s'engage avec les transitions énergétiques et numériques. Les dirigeants des grandes multinationales ont déjà entamé ce processus, et il est probable que de nombreux arbitrages soient effectués à l'avenir entre les branches d'activité de ces groupes. Faut-il tout conserver, céder certaines filiales, investir en interne ou bien gagner du temps et réaliser des économies en achetant une entreprise déjà existante... ? Par ailleurs, la tentation sera forte de profiter de financements encore peu chers pour procéder à ces manœuvres stratégiques. Les fusions et acquisitions ou recentrages sur les actifs à fort potentiel devraient donc se multiplier, ce qui est plutôt favorable pour la dynamique des marchés d'actions.

- La productivité de nombreuses entreprises s'est améliorée durant la crise de la COVID (cf. réorganisation et numérisation d'activités, et économies de coûts associées). Leur rentabilité devrait donc rester solide et permettre de mener de front les investissements confortant la croissance de long terme et les versements de dividendes ou rachats d'actions.
- Les rotations en cours entre secteurs ou entre styles de valeurs sont-elles durables ? Le cycle économique est voué à se normaliser progressivement en 2023. Si tel est le cas, l'attrait pour les valeurs décotées et cycliques va progressivement s'estomper, les valeurs à forte croissance retrouvant alors a priori le leadership en bourse. Par ailleurs, les Banques centrales auront bientôt clarifié leurs politiques monétaires, ce qui devrait atténuer la nervosité des marchés obligataires et diminuer la pression sur les « primes de risque » à appliquer, plus particulièrement aux valeurs de croissance.
- Beaucoup de sociétés de croissance étant en situation de monopole ou d'oligopole, leur « pricing power » (capacité à imposer ses conditions tarifaires à ses clients, fournisseurs et employés) est généralement fort, ce qui les préserve d'une partie des pressions inflationnistes actuelles. Par ailleurs, leur trésorerie nette est généralement solide, voire pléthorique (cf. GAFAM), et la remontée des rendements obligataires est alors une bonne nouvelle, leur cash étant désormais mieux rémunéré. Dans la mesure où les taux d'intérêts se tendent, la solidité ou la fragilité des bilans sera certainement un facteur de discrimination entre sociétés ou secteurs... c'est ce motif qui nous fait rester à l'écart des obligations à haut rendement actuellement.
- La dégradation en cours des structures de coûts (salaires, matières premières, logistique...) ne peut être ignorée, et la très forte pression financière des transitions énergétiques et numériques sont des défis financiers importants pour les entreprises. Les grandes multinationales étant mieux à même de faire face à ces défis grâce à leur assise financière (bilans solides, mais aussi appuis financiers bancaires et financements aisés au travers des marchés) et grâce à leur « pricing power », elles doivent être privilégiées dans les allocations d'actifs, plutôt que les petites sociétés cotées.



Dans la mesure où les taux d'intérêts se tendent, la solidité ou la fragilité des bilans sera certainement un facteur de discrimination entre sociétés ou secteurs... c'est ce motif qui nous fait rester à l'écart des obligations à haut rendement actuellement.

Le principal message à retenir en ce début d'année est finalement qu'il convient d'avoir des allocations d'actifs bien diversifiées, sur les actions comme sur les autres actifs financiers, et que la volatilité n'est pas nécessairement le signe d'une baisse prononcée à venir, mais plutôt le fait de positionnements trop radicaux des investisseurs. En 2022, il faudra suivre le conseil de J.Powell (président de la FED) et essayer d'être « humble et agile » !

Marchés Financiers

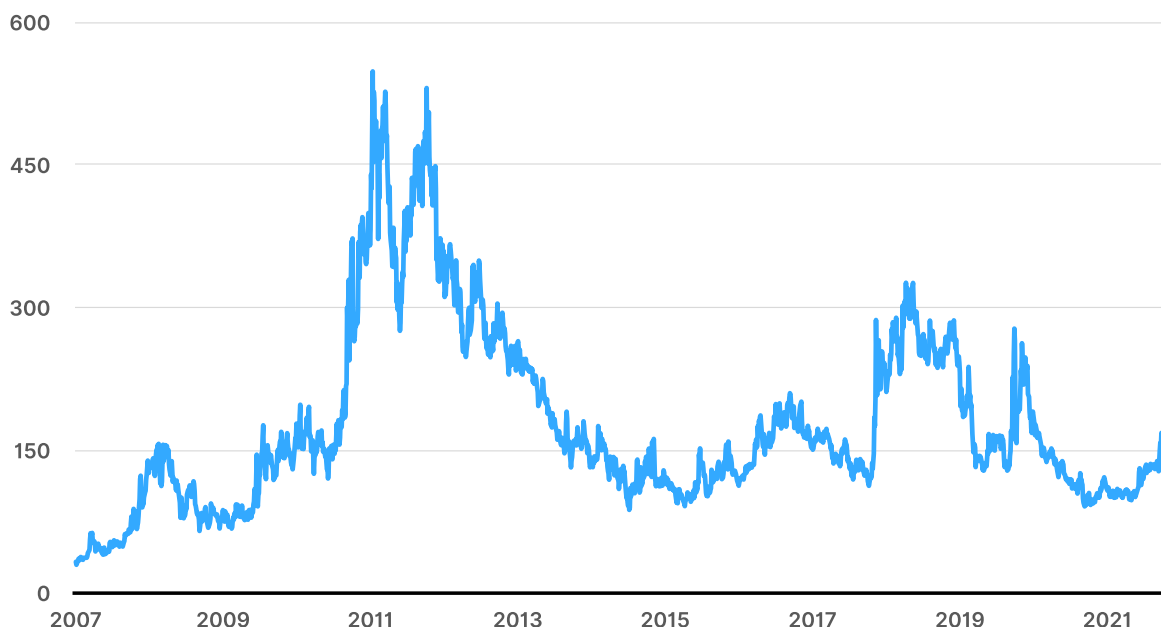
- Les rendements des obligations à 10 ans remontent en zone Euro depuis la fin 2021 : 0,195% pour le 10 ans allemand contre -0,125% auparavant, et 1,869% pour le 10 ans italien contre 1,203% précédemment.
- Le différentiel est donc passé en l'espace de deux mois de 133 points de base à 167.
- Le renchérissement du coût de la dette n'évolue donc pas de façon homogène : l'Italie est doublement pénalisée par une dette plus chère et se renchérissant plus vite.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Même si les pays de la zone Euro ont une monnaie commune, chacun lève séparément les capitaux lui étant nécessaires. Les écarts de rendement entre pays s'expliquent d'abord par la différence d'état des lieux : la dette est de 69,7% du PIB en Allemagne contre 156,3% en Italie. La dynamique des dépenses budgétaires respectives diverge aussi, l'Allemagne étant moins dépensière que l'Italie. Enfin, les excédents commerciaux dégagés par l'Allemagne sont bien plus importants que ceux de l'Italie, le pays est donc plus solvable aux yeux des créanciers internationaux. La volonté affichée par la BCE de durcir sa politique monétaire a provoqué une certaine dislocation entre les dettes des pays de la zone, ce qui inquiétant (cf. 2010-2011). La renégociation du Pacte budgétaire européen sera donc un enjeu très important en 2022 !

Différence de rendement entre les obligations souveraines italiennes et allemandes à 10 ans

Sources : Bloomberg, WeSave



Macro Économie

- En 2020, le total des exportations en valeur de la Russie s'est élevé à 331,7 Mds \$, et 239,7 Mds \$ pour les importations.
- L'excédent commercial russe s'est établi à 93,8 Mds \$, soit 6,2% du PIB du pays.
- Les exportations de la Russie sont essentiellement constituées de matières premières dont les prix se sont envolés en 2021 (+ 38,5%) et 2022 (+13,80%) pour l'indice composite CRB.
- L'énergie représente à elle seule plus de la moitié des exportations du pays.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

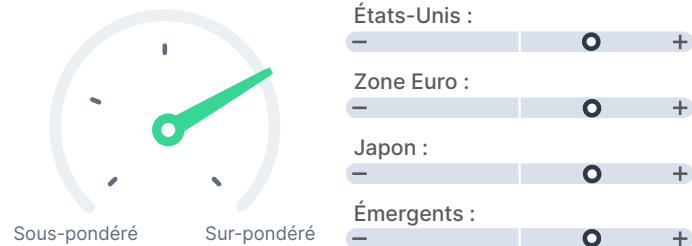
La Russie est au cœur du conflit en Ukraine. Au-delà de la question humanitaire, l'Union Européenne (UE) doit s'interroger sur les conséquences de ce conflit armé. Cette situation met ainsi en évidence l'insuffisance et la dépendance militaire de l'UE à l'égard de ses alliés : quel budget éventuel à l'avenir pour se doter d'une armée en propre ? La transition énergétique est souhaitée, mais elle sera longue à mettre en place et, en attendant, la dépendance aux énergies en provenance de Russie est un sujet majeur de souveraineté pour la zone. Parce qu'il faut énormément de métaux pour la transition énergétique, la dépendance à la Russie devrait de plus se prolonger durant les prochaines années. L'UE doit donc soit trouver un modus vivendi durable avec la Russie ou bien, pour plus de sécurité, organiser son contournement.

Partenaires commerciaux de la Russie (en Mds \$) en 2020

Sources : Bloomberg, WeSave

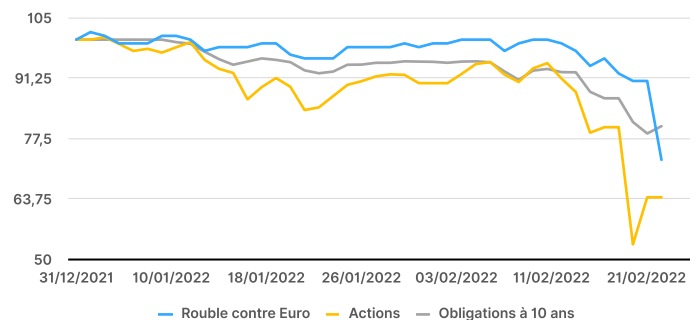
	Vers la Russie		Depuis la Russie
1. Chine	54,91	1. Chine	57,09
2. Allemagne	23,42	2. Royaume-Uni	24,53
3. États-Unis	13,22	3. Allemagne	21,89
4. Biélorussie	12,59	4. Turquie	17,83
5. Italie	10,21	5. États-Unis	16,84
6. France	8,09	6. Biélorussie	16,51
7. Corée du Sud	7,16	7. Pays-Bas	15,24
8. Japon	7,11	8. Kazakhstan	13,30
9. Turquie	5,11	9. Pologne	11,37
10. Kazakhstan	5,03	10. Japon	10,73
11. Pologne	4,86	11. Corée du Sud	10,68
12. Viêt-Nam	4,04	12. Italie	10,30
13. Pays-Bas	3,75	13. Finlande	6,67

ACTIONS



En février, les marchés d'actions ont brutalement décroché en fin de mois du fait de l'entrée en guerre de la Russie contre l'Ukraine. Sans surprise, tous les actifs financiers de la Russie ont été massivement vendus. Dans les pays occidentaux, c'est un scénario avec plus d'inflation et moins de croissance que précédemment anticipé qui doit être désormais envisagé. Les zones éloignées du conflit atténuent un peu la chute, et quelques secteurs sont même recherchés dans ces circonstances : militaire, pharmaceutique,

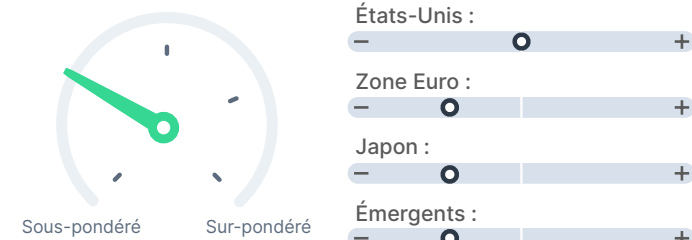
Performance des classes d'actifs en Russie en 2022 (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

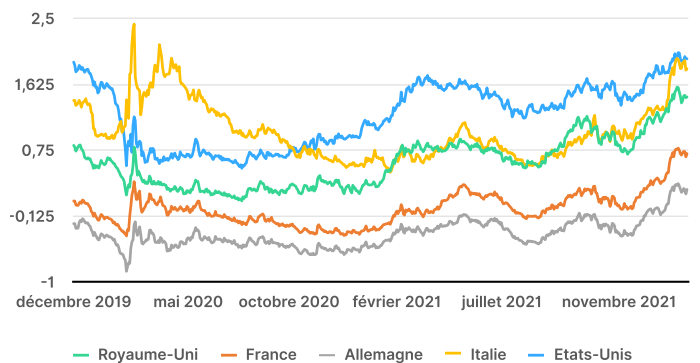
matières premières... Dans ces circonstances, les biais sectoriels spécifiques des indices ont alors énormément d'importance. Nos expositions sur les actions sont mécaniquement diluées actuellement du fait des baisses, mais nous restons positifs sur les actions au-delà de ce choc géostratégique. Nous restons surpondérés sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



En février, les rendements des obligations souveraines ont été particulièrement versatiles. En début de mois, les investisseurs se délestaient plutôt de leurs obligations souveraines, dans la perspective des durcissements monétaires par les Banques centrales attendus en mars. La BCE doit en effet se réunir le 10 mars et la FED le 16 mars pour, soit détailler les mesures futures, soit passer à l'acte en relevant les taux directeurs. Mais l'offensive militaire russe en Ukraine a provoqué une brutale recherche d'actifs

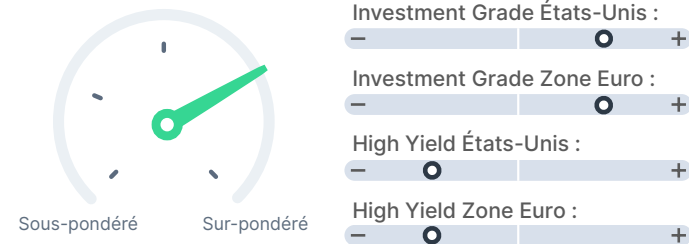
Rendement des obligations souveraines (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

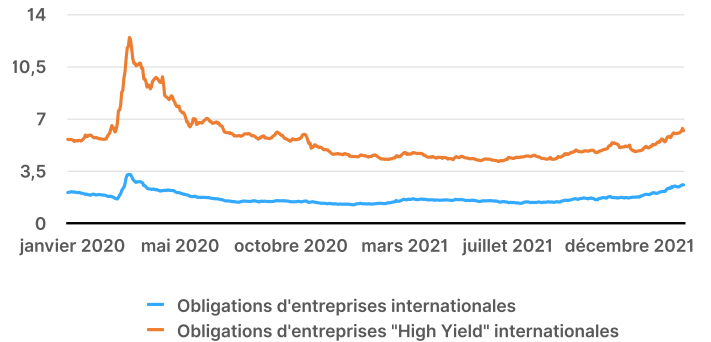
défensifs par les investisseurs, d'où la forte détente des rendements en fin de mois. L'inflation restant forte et pouvant même s'intensifier avec ce conflit (cf. envol des prix de l'énergie notamment), les rendements réels négatifs des obligations souveraines nous incitent à maintenir notre sous-pondération sur cette classe d'actifs.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



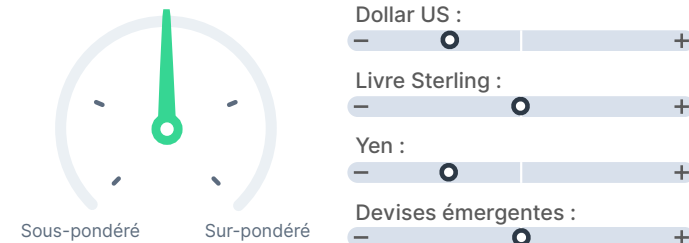
En février, les rendements des obligations d'entreprises se sont tendus. Le conflit militaire entre la Russie et l'Ukraine a en effet eu pour conséquence de provoquer de violentes tensions sur les coûts des matières premières, laissant craindre un dérapage des marges bénéficiaires des entreprises, et donc une dégradation de leur solvabilité. Bien entendu, les entreprises aux bilans solides (i.e. « Investment Grade ») pourront mieux ou plus durablement faire face à ce type de stress, c'est pourquoi les investisseurs continuent de les apprécier. En revanche, les entreprises fragiles (i.e.

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



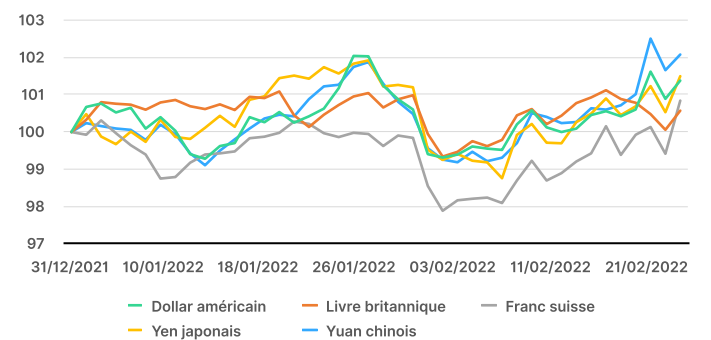
« High Yield ») ont des risques de défauts de paiement ou de faillites qui inquiètent et, de plus, ce segment des obligations souffre d'une liquidité boursière parfois défaillante. Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprises, mais à l'écart du « High Yield ».

DEVISES



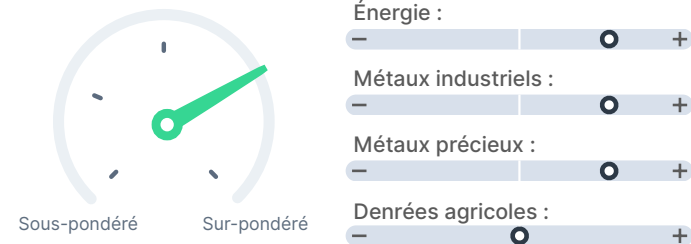
Depuis le début d'année, les fluctuations sur les devises étaient marginales, et la plupart du temps insufflées par les inflexions de discours de politique monétaire des Banques centrales. L'intervention militaire de la Russie en Ukraine a provoqué un soudain attrait pour les devises réputées refuge. Le Dollar américain est la devise ayant le plus profité de ce conflit. L'Euro étant en revanche à proximité de la zone militaire, il en a souffert. Il est désormais probable que, même si l'inflation devait s'intensifier en Europe du fait de

Performance en 2022 des grandes devises face à l'Euro (Base 100 = 31/12/21)



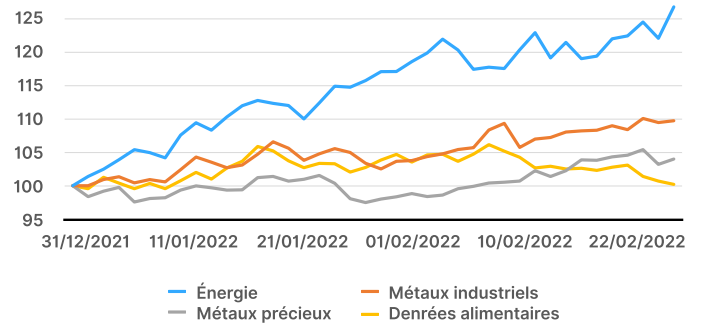
l'emballement des prix des matières premières, la BCE sera attentive aux impacts récessifs de ce conflit, et retardera d'autant tout durcissement monétaire. Il conviendra d'être prudent sur les actifs émergents, généralement pénalisés par l'appréciation du Dollar, et à être attentifs aux impacts des devises sur les performances des actifs.

MATIÈRES PREMIÈRES



Les matières premières conservent la dynamique haussière les ayant portées l'an dernier. Le manque structurel d'investissements a entraîné des déficits d'offres sur beaucoup de matières premières. A ce facteur de long terme s'est ajoutée l'entrée en guerre de la Russie en Ukraine. Les segments énergétique et agricole ont été particulièrement entourés. De même, les métaux précieux ont enfin retrouvé grâce aux yeux des investisseurs à l'occasion de ce conflit. La très forte hausse des prix des matières premières inquiète

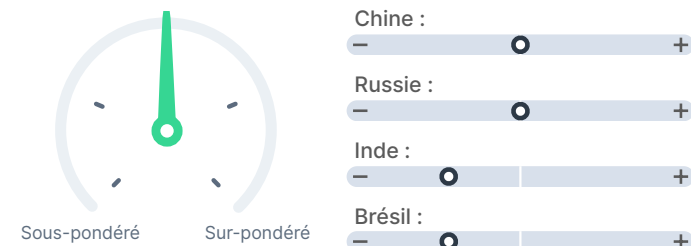
Performance en 2022 des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

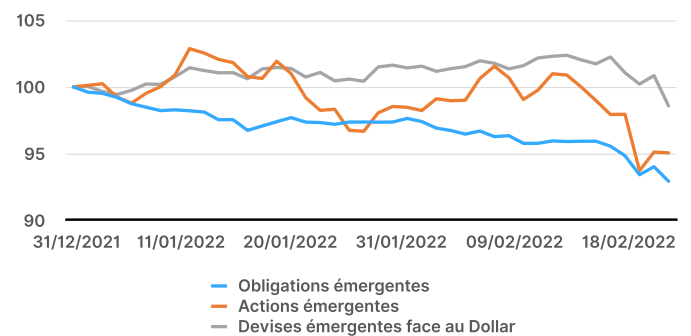
de plus en plus les Banques centrales qui vont devoir trancher entre lutter contre l'inflation, et provoquer par leurs durcissements monétaires des ralentissements économiques non désirés. Nous restons surpondérés sur les matières premières pour accompagner le cycle économique en cours, mais aussi pour la protection qu'elles apportent face à l'inflation.

ÉMERGENTS



En février, l'attention des investisseurs s'est concentrée sur le conflit entre la Russie et l'Ukraine. Les actifs émergents ont de nouveau fait l'objet de ventes prononcées, même si la Russie pèse finalement peu dans les indices émergents. Le réflexe des investisseurs internationaux est en effet de rapatrier leurs capitaux vers les zones leur paraissant les plus sûres, États-Unis en tête. La flambée des coûts des matières premières pourrait profiter à quelques pays, mais généralement peser sur les coûts de production

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



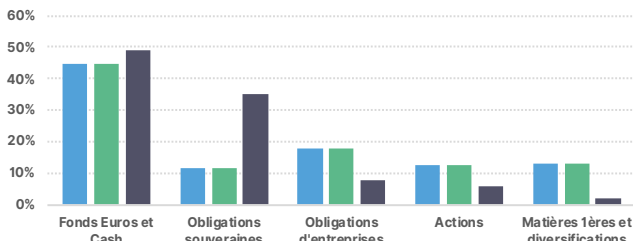
Sources: Bloomberg, WeSave

de beaucoup d'entreprises dans les pays émergents. Les populations de ces pays sont particulièrement affectées par les stress de pouvoir d'achat, l'énergie et l'alimentaire pesant encore beaucoup dans leurs budgets, d'où des risques croissants d'instabilité politique et sociale. Tactiquement, nous maintenons notre neutralité sur les émergents.

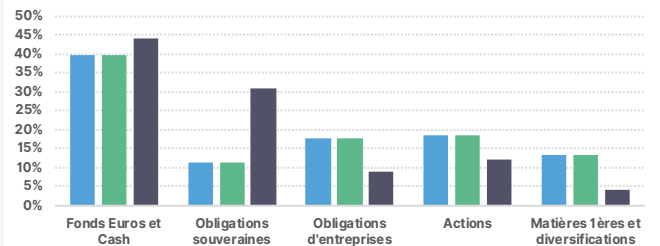
Comparatifs d'allocations entre fév. et mar. 2022 et la stratégie long terme.

■ Mar 2022 ■ Fév 2022 ■ Allocation long-terme

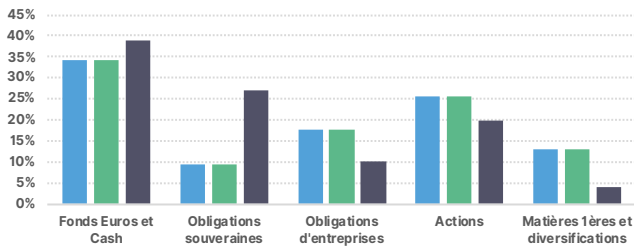
Profil 1 - Prudent



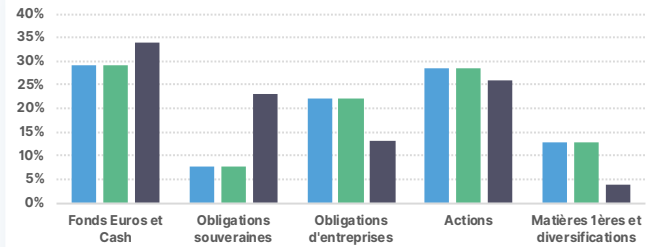
Profil 2 - Prudent



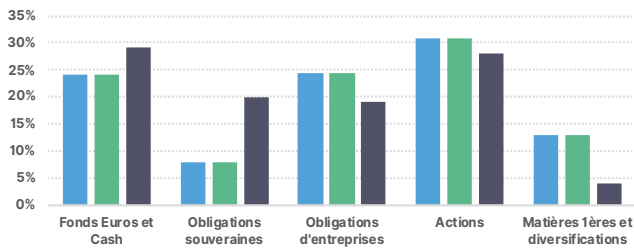
Profil 3 - Défensif



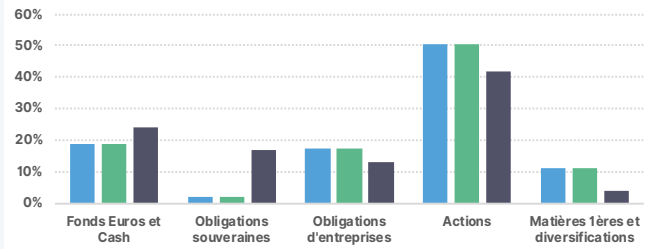
Profil 4 - Défensif



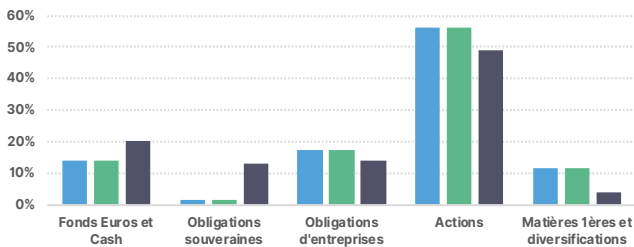
Profil 5 - Équilibré



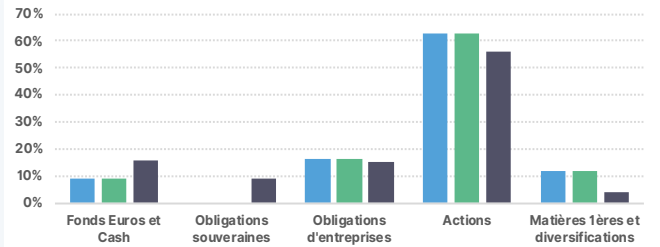
Profil 6 - Équilibré



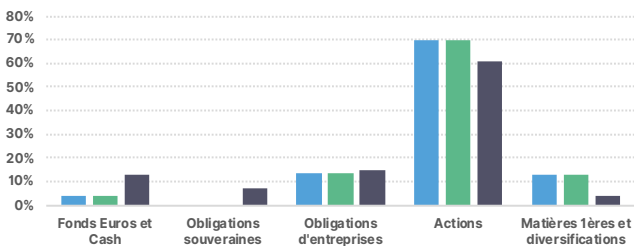
Profil 7 - Offensif



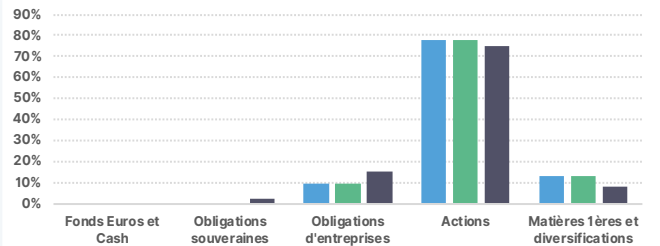
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Pour aller plus loin

Dois-je envisager la SCPI dans ma société ?

Principalement proposée aux personnes physiques, la SCPI est un placement auquel nous ne pensons pas de prime abord pour gérer la trésorerie dans une structure sociétaire. Pour autant, celle-ci présente un avantage indéniable.

Nous nous concentrons ici sur les sociétés ayant pris une option à l'impôt sur les sociétés afin de vous présenter le montage financier.

Quel mode de détention dois-je privilégier pour ce schéma ?

Premier rappel : Il faut déjà distinguer les notions de pleine propriété, nue-propriété et usufruit.

Quand une personne a la pleine propriété d'un bien, cela signifie que le bien lui appartient totalement : il a le droit de l'utiliser, il a le droit d'en disposer comme il le souhaite, et il a le droit d'en percevoir les revenus.

Lorsque cette personne a l'usufruit d'un bien, cela signifie qu'elle a le droit de l'utiliser et d'en percevoir les revenus, mais elle n'a pas le droit d'en disposer. C'est-à-dire qu'elle ne peut pas faire ce qu'elle veut du bien.

L'équipe des conseillers WeSave

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



Paul Dubourgais
Responsable du pôle patrimoine

Enfin, quand une personne est nu-proprétaire d'un bien, cela signifie qu'elle peut en disposer, mais ne peut ni l'utiliser, ni en percevoir les revenus. C'est en quelque sorte l'inverse de l'usufruitier.

Nous évoquerons ici la détention de l'usufruit pour l'acquisition de ces parts.

Ma société vient d'acheter les parts en usufruit, quel impact ?

En achetant les parts en usufruit, vous allez bénéficier d'un avantage comptable primordial : Vous allez pouvoir amortir l'achat dans votre bilan selon la durée de l'usufruit sélectionnée.

Cette durée peut être affinée à l'année près selon les maisons de gestion. Nous utiliserons ici l'exemple d'Immorente de la société de gestion SOFIDY dans cet article.

Maintenant que les valeurs de l'usufruit sont connues, nous pouvons faire le business plan de votre investissement. Partons sur deux scénarios l'un sur 5 ans et l'autre sur 8 ans avec des investissements de 50 000€. Concernant le dividende versé, nous serons sur la base de 4,85%* (moyenne à 10 ans sur Immorente)

**Les performances passées ne présagent pas des performances futures.*

■ Scénario 5 ans

Pour 50.000€ investis sur 5 ans, les dividendes seront versés sur la base en pleine propriété de la SCPI.

En prenant le tableau présenté ci-dessus, la base en pleine propriété sera donc de 270 000€ (arrondi effectué pour l'exemple).

Durée de l'usufruit	Valeur de l'usufruit
5 ans	18,5 %
6 ans	21,5 %
7 ans	24,5 %
8 ans	27 %
9 ans	29,5 %
10 ans	32 %

Business plan annuel	
Revenus perçus	13 095 €
Amortissement	10 000 €
Base imposable	3 095 €
Impôt sur les sociétés (25%)	774 €
Revenus net	12 321 €

Business plan sur 5 ans

Revenus nets	61 605 €
Investissement initial	50 000 €
Gain sur la période	11 605 €
Taux de rendement annuel	4,64 %

Business plan annuel

Revenus perçus	8 730 €
Amortissement	6 250 €
Base imposable	2 480 €
Impôt sur les sociétés (25%)	620 €
Revenus net	8 110 €

Business plan sur 8 ans

Revenus nets	64 880 €
Investissement initial	50 000 €
Gain sur la période	14 880 €
Taux de rendement annuel	3,72 %



Les conseillers à votre service

Nous aurons toujours le plaisir de vous accompagner dans l'établissement de votre projet via notre équipe du pôle patrimonial.

Vous pouvez nous joindre directement:

- par téléphone au **01 80 49 70 00**
- ou via notre site internet www.wesave.fr

■ Scénario 8 ans

Toujours selon le tableau des valeurs de l'usufruit, la base en pleine propriété sera donc de 185 000€ (arrondi effectué pour l'exemple).

Pourquoi ce schéma est-il plus avantageux que la détention en pleine propriété?

En pleine propriété, vous ne pourrez pas amortir les parts de la SCPI dont vous avez les parts. Les dividendes que vous allez percevoir vont être taxés dans leur intégralité à l'impôt sur les sociétés.

De même, les dividendes perçus seront pris sur la base de votre investissement initial (50.000€ dans

notre exemple) et non sur 270.000€ ou 180.000€ sur nos exemples.

Enfin, lors de la cession des parts, la valeur de retrait prendra en compte les frais d'entrée de la SCPI qui oscillent entre 8 et 12% selon les maisons de gestion.

Dans le cas de notre SCPI Immorente, la valeur de la part est de 340€ pour une valeur de retrait à 306€.

Pour conclure, ce schéma que nous présentons s'avère fort intéressant pour une gestion de trésorerie de structure à l'impôt sur les sociétés. La contrainte que nous souhaitons souligner reste toutefois que les fonds sont investis sans retour en arrière possible. Cet investissement devra s'envisager sur une partie de la trésorerie stable de la structure.



AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

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

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



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

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

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

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