

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

SOMMAIRE

- | | | | |
|----|-------------------------|----|------------------------------------|
| 02 | L'éclairage du gérant | 26 | Nos vues tactiques et stratégiques |
| 21 | Points macro et marchés | 27 | Pour aller plus loin |
| 23 | Vues des actifs | | |

L'éclairage du gérant juillet 2022

L'été sera chaud ?

Après un début d'année caractérisé par un important déficit de pluie, l'été 2022 pourrait être chaud. Voilà en substance ce que prédisent les prévisionnistes météo. En bourse, la question se pose un peu dans les mêmes termes : les liquidités injectées par les Banques centrales s'assèchent, et la crainte de décrochages significatifs additionnels des actifs financiers tourmente les investisseurs. Que peut-on attendre de la saison estivale sur les marchés financiers, et quelles allocations d'actifs pourraient éventuellement être adaptées ?

Après l'anticyclone ...

Pour bien comprendre la situation actuelle des marchés financiers, et ne pas en tirer des conclusions hâtives ou erronées en termes d'allocation financière, il convient d'avoir bien conscience du caractère très exceptionnel de la situation à laquelle nous sommes confrontés.

La COVID a été un événement éminemment atypique de l'histoire, les gouvernements ayant dû imposer une fermeture « administrative » des économies. La contrepartie est que les États et les Banques centrales ont dû s'unir pour prendre à leur charge, et cela pour

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

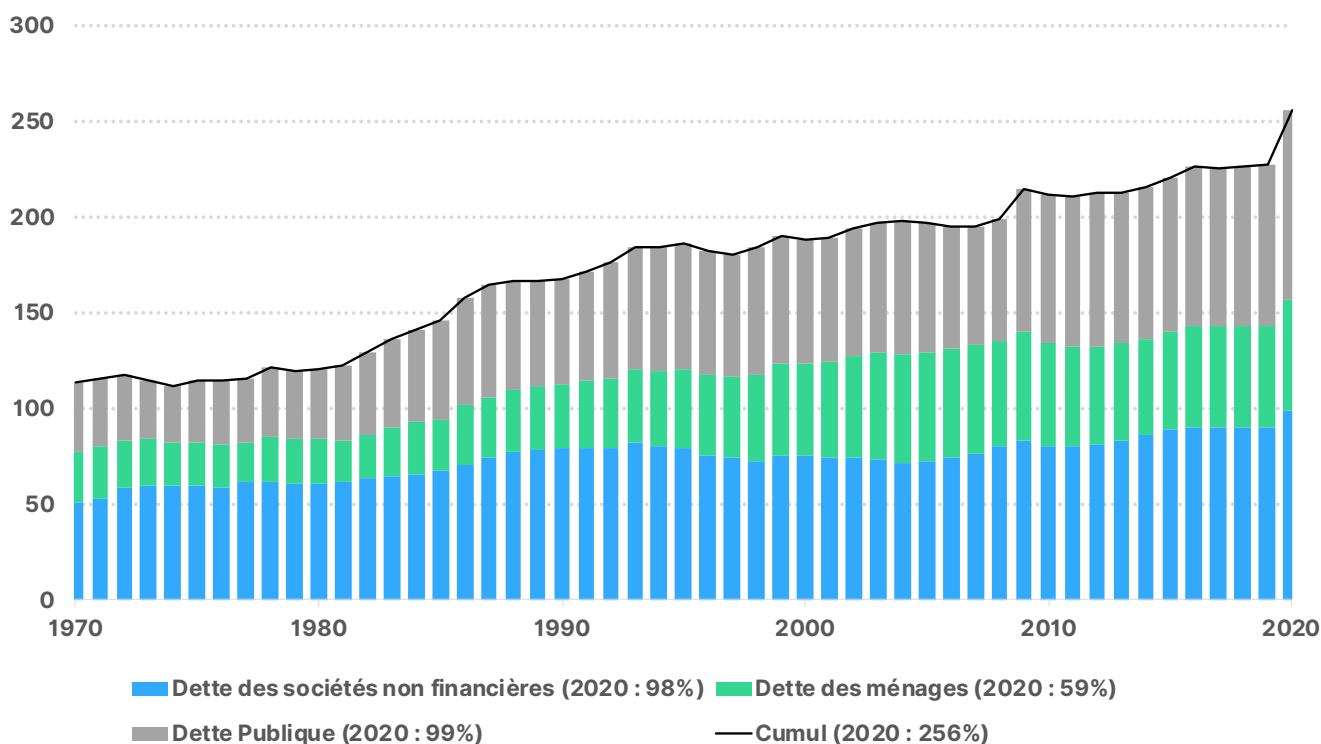
une durée indéterminée, une grande part du manque à gagner financier des agents économiques. Autrement dit, les Banques centrales ont acheté systématiquement les obligations émises par les États, et ces derniers ont alloué les capitaux ainsi empruntés là où cela leur semblait opportun. Durant cette crise sanitaire, que ce soit par nécessité ou bien par opportunisme (emprunter à des taux d'intérêts HISTORIQUEMENT bas), tous les agents économiques ont accru leur niveau d'endettement, mais les États en ont à l'évidence absorbé la plus grande part. En moyenne, dans le monde, la dette des États est passée entre 2019 et 2020 de 84,2% du PIB à 99,4% (soit +15,2%), celle des entreprises de 89,7% du PIB à 98,4% (soit +8,7%), et enfin celle des ménages de 53,6% du PIB à 57,9% (soit +4,2%). La réponse au choc sanitaire inédit qu'est la COVID a été le « quoi qu'il en coûte », financé par l'endettement, et cela grâce à l'appui des Banques

centrales en tant que prêteur en dernier ressort. Ces dernières ont donc agi tels des anticyclones, dissipant la couverture nuageuse et les précipitations associées, et elles ont temporairement garanti à nos économies et aux marchés financiers un temps sec et ensoleillé.

... les Banques centrales ont acheté systématiquement les obligations émises par les États, et ces derniers ont alloué les capitaux ainsi empruntés là où cela leur semblait opportun.

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

Sources : FMI, WeSave



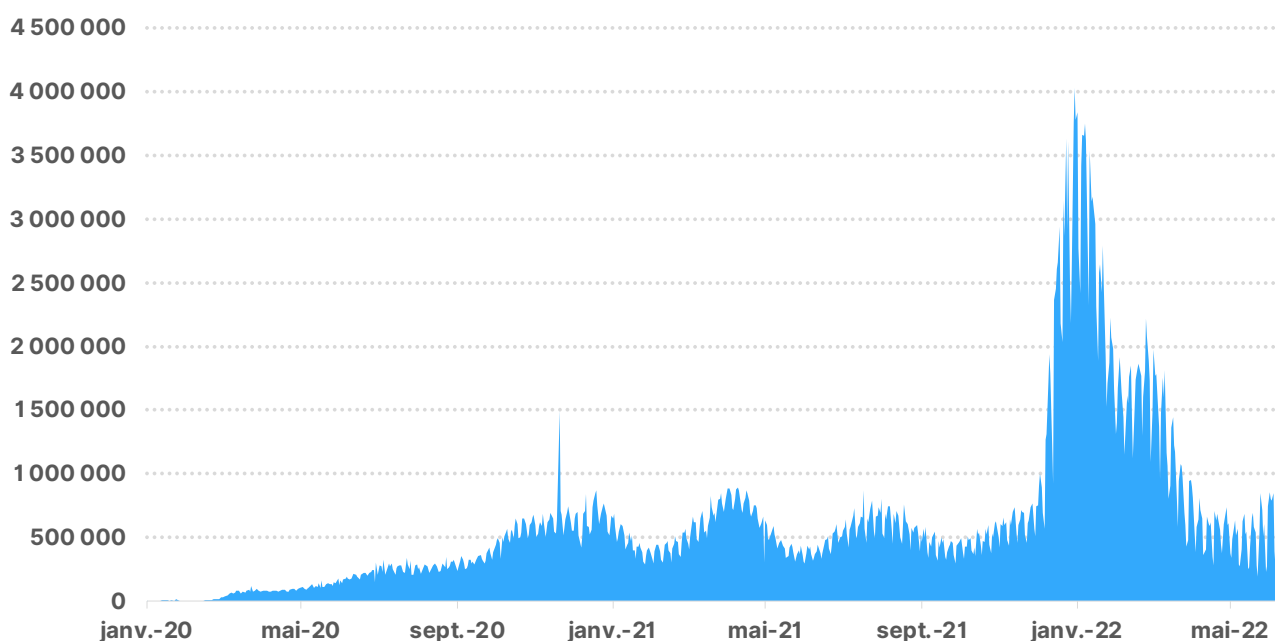
Fort heureusement, plusieurs vaccins contre la COVID ont été vite découverts et produits, et ils ont été largement administrés dans les pays développés. Toutefois, la majeure partie de la population mondiale, celle des pays émergents, a eu un accès finalement limité à ces thérapies, ou bien elle s'est vu prescrire des vaccins moins efficaces. Par orgueil patriotique, la Chine préfère par exemple confiner encore régulièrement des millions de personnes plutôt que de faire appel aux vaccins occidentaux, pourtant plus efficaces que le vaccin domestique. L'apparition de nouveaux variants de la COVID fin 2021 a fait brutalement exploser le nombre de cas mais, heureusement, leur mortalité a été moindre. Il en a toutefois résulté que la production de très nombreux biens industriels est aujourd'hui encore désorganisée, qu'elle souffre de diverses pénuries (matières premières, semi-conducteurs, personnel qualifié...), que la logistique de transport est désorientée, et qu'en bout de chaîne les distributeurs ne disposent pas forcément des qualités et des quantités de biens requises par la clientèle. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande de produits

s'est logiquement traduit par un envol additionnel des prix : c'est le retour de l'inflation !

Fort heureusement, plusieurs vaccins contre la COVID ont été vite découverts et produits, et ils ont été largement administrés dans les pays développés. Toutefois, la majeure partie de la population mondiale, celle des pays émergents, a eu un accès finalement limité à ces thérapies, ou bien elle s'est vu prescrire des vaccins moins efficaces.

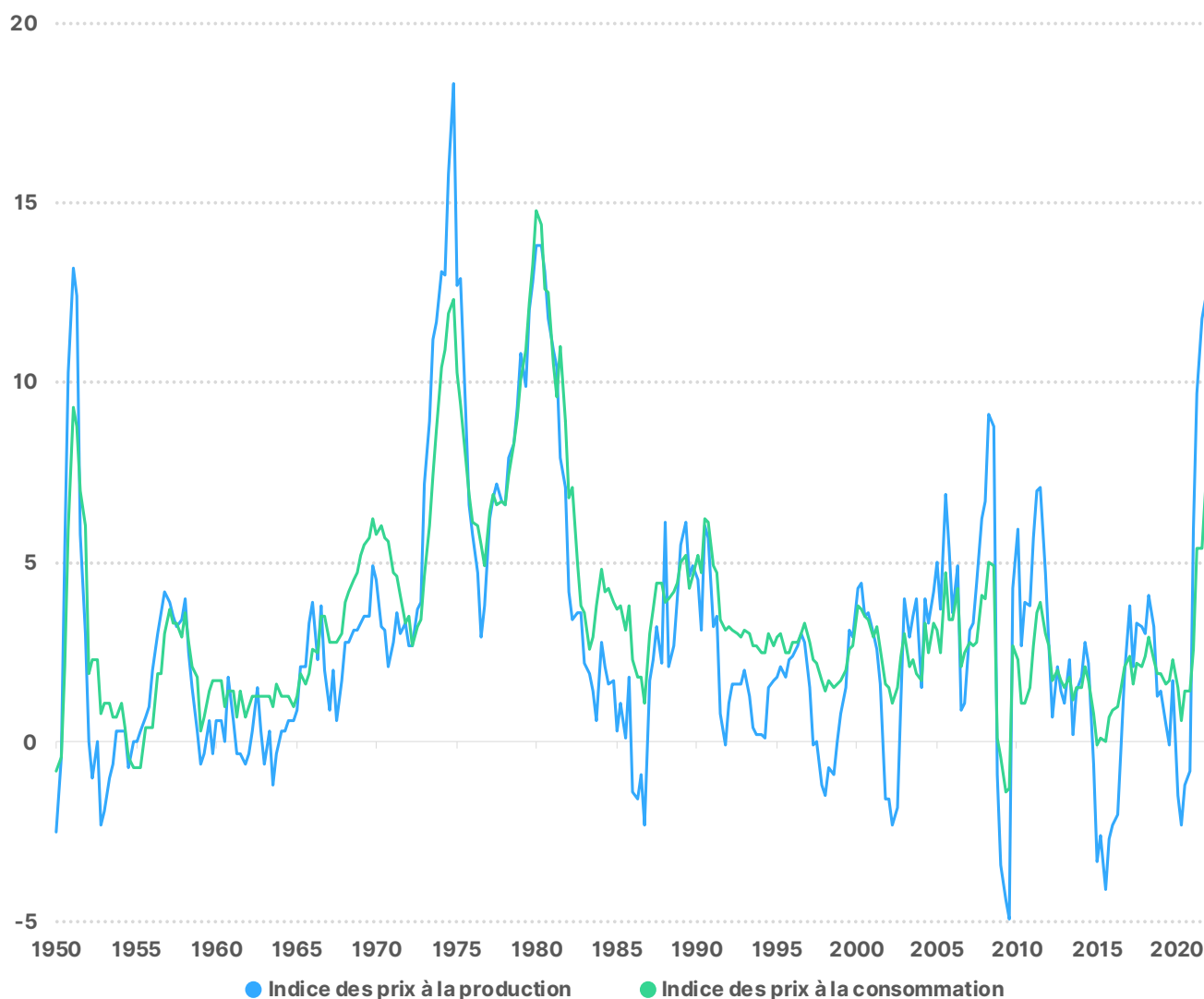
Nombre de cas de COVID dans le monde

Sources : Bloomberg, WeSave



Inflation aux États-Unis (en %)

Sources : WeSave



Le phénomène est toutefois d'une intensité EXCEPTIONNELLE, puisque cela fait par exemple 40 ans que les États-Unis n'avaient pas connu de tels rythmes de hausses de prix : +8,6% pour les prix à la consommation, ou bien encore +16,7% pour ceux à la production en mai. De multiples facteurs concourent à expliquer cette situation inédite, et il est très instructif de s'intéresser à certains de ces contributeurs. Le conflit en Ukraine vient, hélas, immédiatement à l'esprit car il a, bien entendu, intensifié certaines pénuries ou craintes de pénuries, et il a désorganisé encore plus les flux commerciaux internationaux. Aujourd'hui, plus

de la moitié de l'inflation européenne s'explique par exemple par le seul envol des prix de l'énergie et de l'agro-alimentaire : +4,3% sur les +8,1% d'inflation en mai. Dans un tel contexte, les États et les entreprises n'ont pas d'autre choix que d'essayer de constituer, à marche forcée, des stocks de précaution pour éviter toute forme de pénurie future. Ce faisant, cela fait naître un surplus additionnel de demande, accentuant le déséquilibre vis-à-vis de capacités de production internationales encore contraintes par la COVID, d'où l'intensification de l'inflation ! La fin des confinements provoque également un désir de consommation

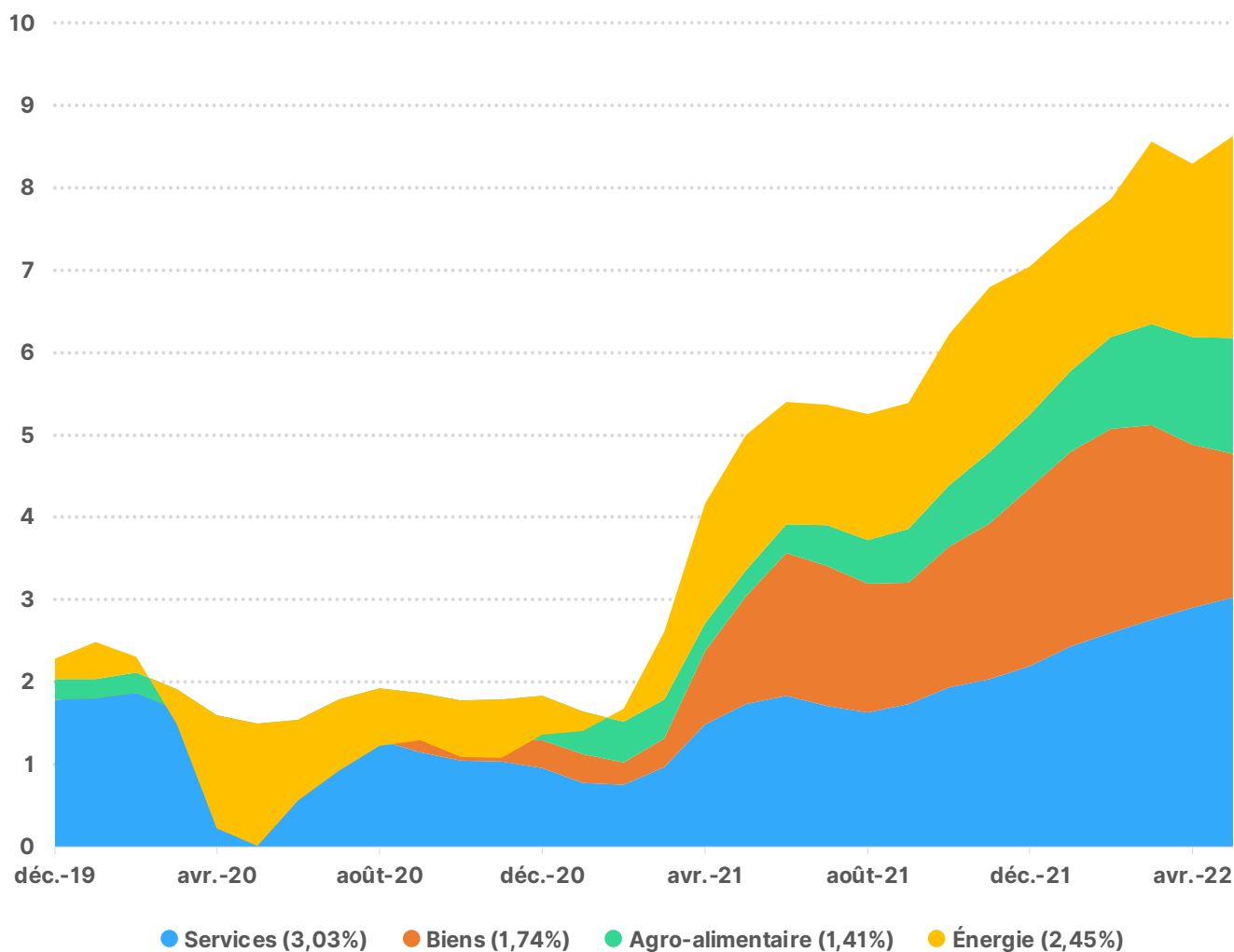
de « rattrapage » et, après les biens industriels, ce sont désormais les services qui concentrent les flux de dépenses des ménages. Mais, quand tout le monde veut simultanément accéder aux avions, aux voitures de location, aux hôtels, aux restaurants... et que chacun de ces secteurs d'activité ne parvient pas à fonctionner normalement, faute notamment de personnel qualifié, il s'ensuit une flambée des prix de tous ces services. Bien évidemment, une entreprise souhaitant attirer des candidats ou bien fidéliser sa main d'œuvre n'a pas d'autre choix que d'offrir des rémunérations plus élevées qu'auparavant, mais ces hausses de coûts sont ensuite répercutées partiellement ou intégralement sur les prix de ventes

finaux. L'inflation a donc tendance désormais à se généraliser et à s'auto-entretenir.

... une entreprise souhaitant attirer des candidats ou bien fidéliser sa main d'œuvre n'a pas d'autre choix que d'offrir des rémunérations plus élevées qu'auparavant, ...

Décomposition de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



L'inflation s'explique donc aujourd'hui principalement par une demande de biens et de services extrêmement soutenue, alors même que les capacités de production industrielle ou offres de services ne peuvent pas suivre. Les carnets de commandes des entreprises sont souvent pleins, et la difficulté consiste pour elles à tenter d'y répondre. Le rapport de force reste donc à ce stade plutôt en faveur des entreprises, et elles peuvent dès lors généralement continuer de passer des hausses de prix, entretenant l'inflation en cours. Par ailleurs, la demande des ménages a été solvabilisée durant la COVID par la constitution d'une très importante épargne forcée, et les salaires ont plutôt tendance à monter actuellement (bien que nettement moins vite que l'inflation !), ce qui signifie que le consommateur est provisoirement moins

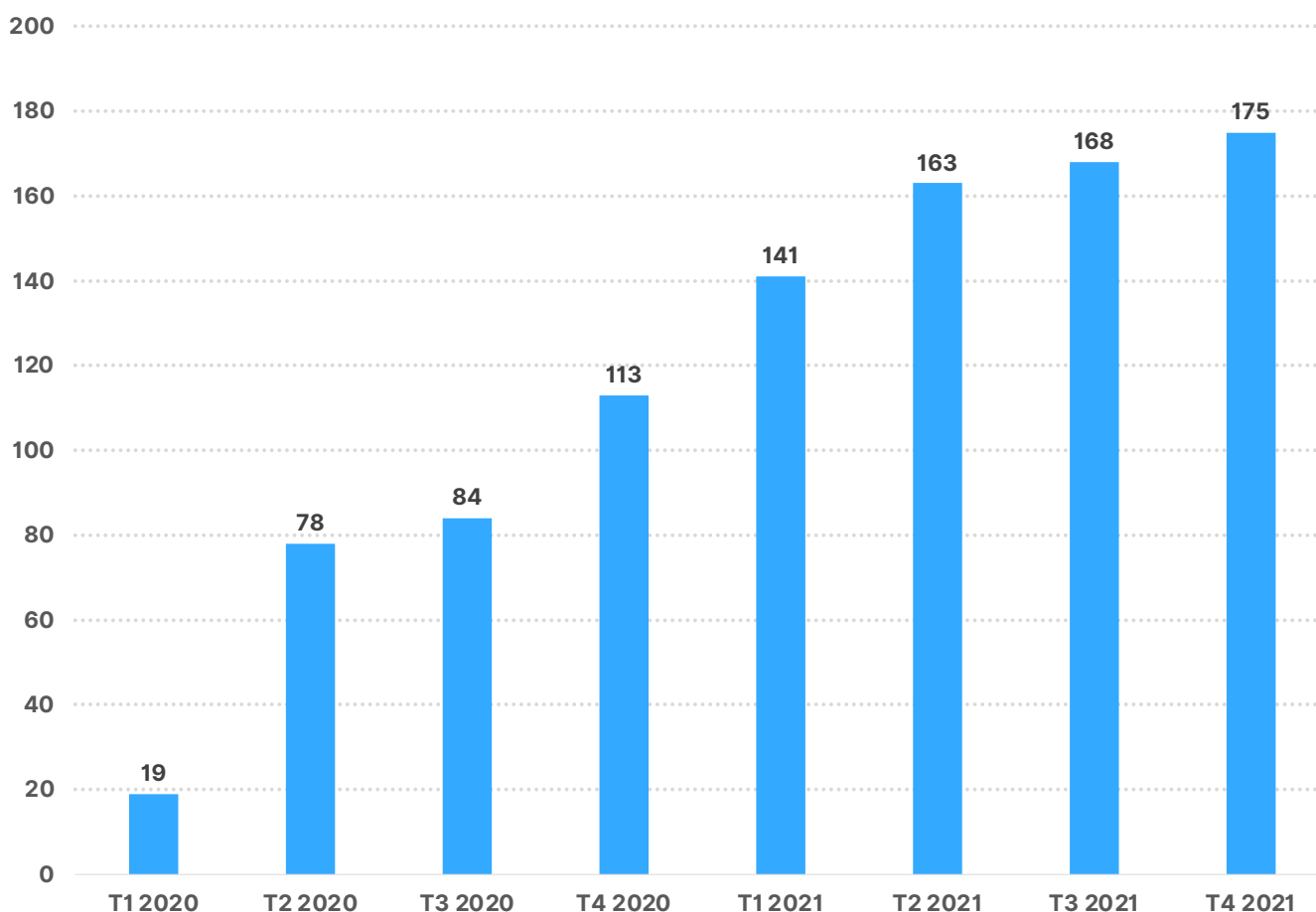
sensible qu'à l'ordinaire aux hausses des tarifs des biens et des services. La situation économique actuelle est donc toujours solide, et l'anticyclone monétaire ne se justifie plus !

“

L'inflation s'explique donc aujourd'hui principalement par une demande de biens et de services extrêmement soutenue...

Surplus d'épargne financière en France (Mds €)

Sources : Bloomberg, WeSave



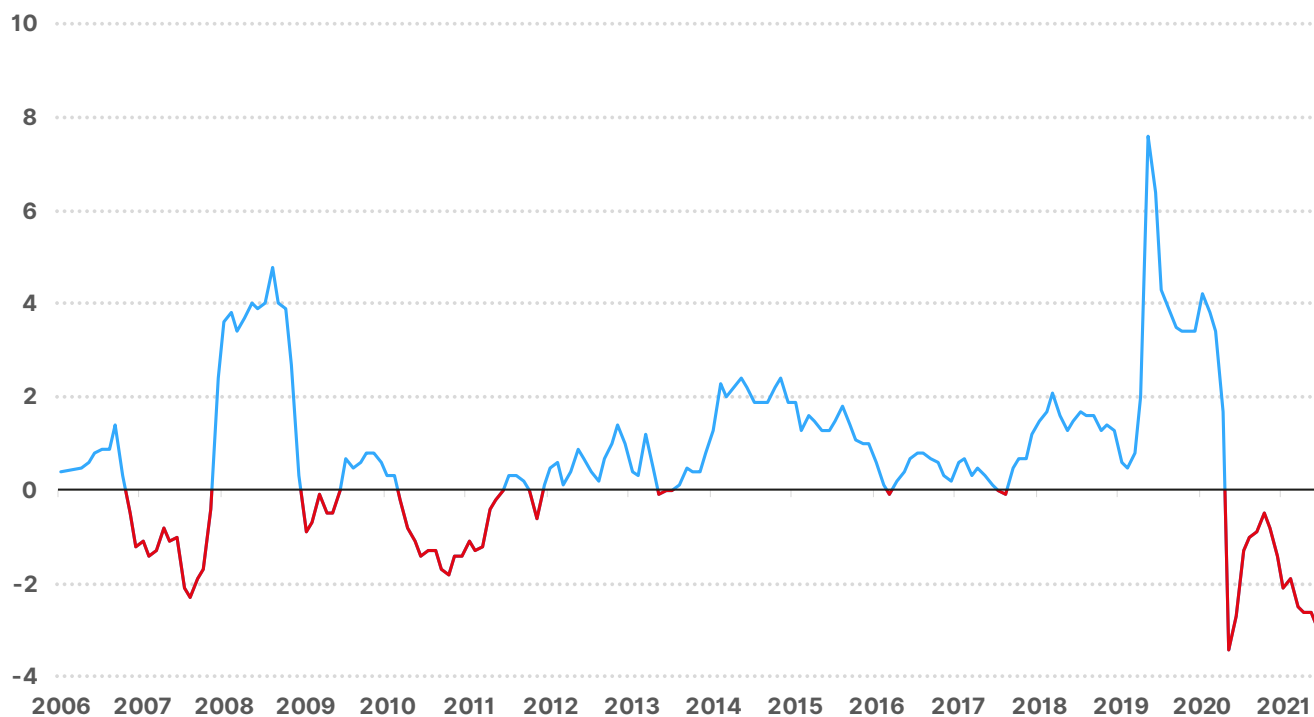
... La dépression !

Les Banques centrales ont de multiples fonctions, mais leur principal rôle est de s'assurer que l'inflation reste « maîtrisée ». Il n'y a pas de niveau idéal pour l'inflation mais, depuis des décennies, les Banques centrales des pays développés se sont fixé une cible théorique de +2%. Aujourd'hui, ce seuil est très largement dépassé, puisqu'on est généralement 3 à 4 fois au-delà : cela nécessite donc une réaction de leur part ! En effet, si les agents économiques constataient durablement que l'inflation est élevée, leurs anticipations d'inflation future se caleraient progressivement sur ces chiffres forts, et leurs comportements économiques et financiers en seraient altérés. La principale crainte des Banques centrales est que les ménages en viennent à exiger des fortes hausses de salaires pour compenser leurs pertes de pouvoir d'achat : c'est le risque d'apparition d'une « spirale d'inflation »,

où les salaires qui augmentent pénalisent les coûts des entreprises, et ces dernières, pour maintenir leurs marges bénéficiaires, relèvent leurs prix etc... Par ailleurs, l'inflation réduit le rendement RÉEL de l'épargne, diminuant d'autant le pouvoir d'achat futur de l'épargnant : son impact patrimonial peut donc être important. Enfin, l'inflation peut être parfois un sujet particulièrement sensible, puisque pouvant provoquer des révoltes sociales et aboutir à la chute du gouvernement. Presque partout dans le monde, les Banques centrales sont donc désormais à la manœuvre pour tenter de contenir l'inflation en cours. Pour ce faire, il leur faut en priorité rehausser les taux directeurs, afin que le coût plus élevé d'emprunt des capitaux freine mécaniquement l'économie. Par ailleurs, certaines Banques centrales cherchent à réduire progressivement la taille de leurs Bilans, autrement dit, elles achètent moins d'obligations émises par les États. Après l'anticyclone monétaire, c'est donc la dépression monétaire qui s'installe !

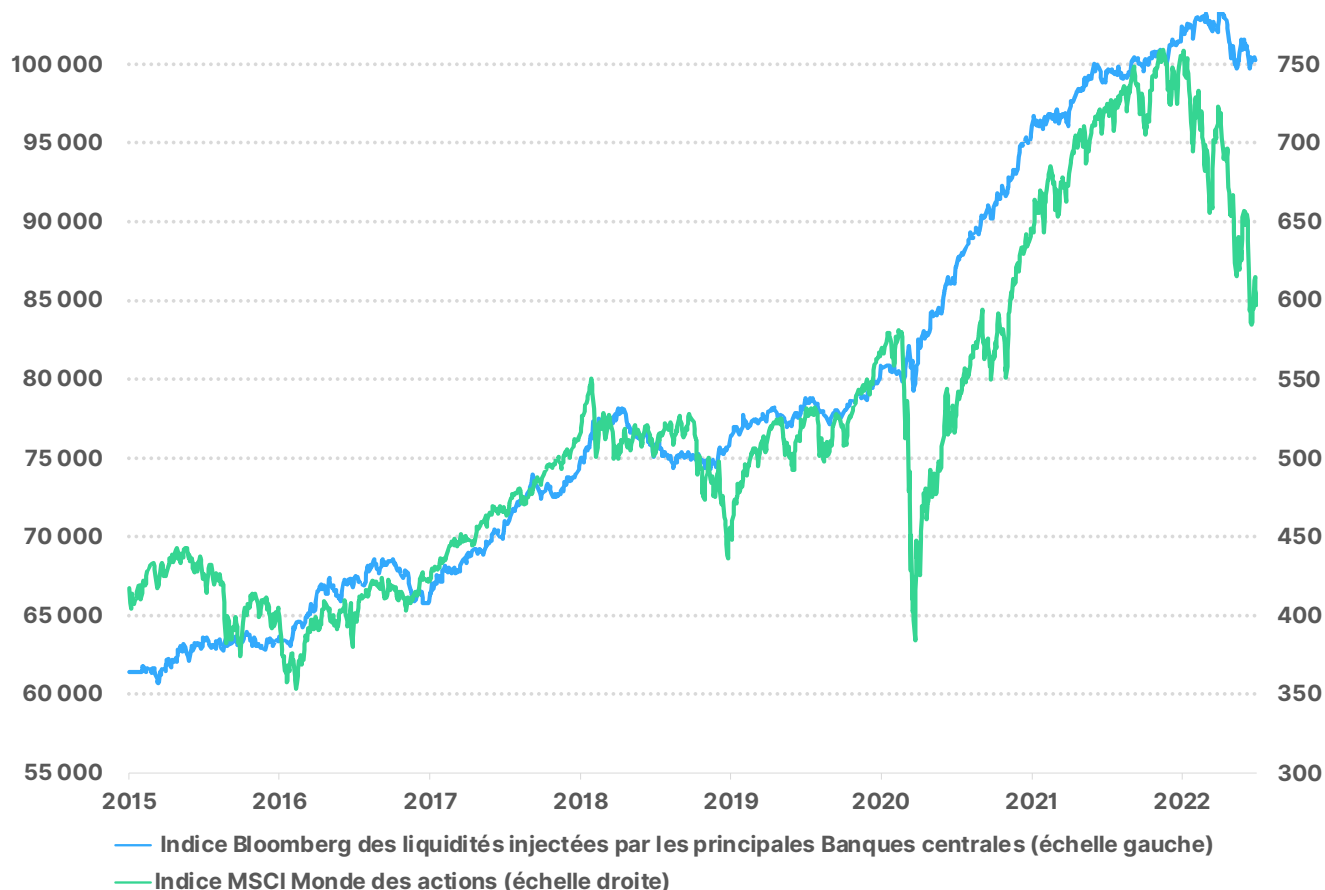
Salaires réels (donc inflation déduite) aux États-Unis (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Comparaison de la performance des actions internationales et des injections monétaires des Banques centrales

Sources : Bloomberg, WeSave



La tâche des banquiers centraux est toutefois particulièrement délicate aujourd'hui. En effet, l'analyse de la décomposition de l'inflation montre qu'une part très importante des hausses de prix est due à l'énergie et à l'agro-alimentaire. Autrement dit, cette partie de l'inflation est CONJONCTURELLE, liée très directement au conflit en Ukraine, et rehausser les taux d'intérêts ne réduira pas les pénuries ou craintes de pénuries sur ces matières premières. Se pose donc, pour une part très importante de l'inflation en cours, la question de l'impuissance potentielle des banquiers centraux ! Il ne faut pas sous-estimer ce facteur car la « crédibilité » des banquiers centraux détermine en partie l'efficacité de leurs politiques monétaires et allège d'autant les masses de capitaux

qu'il leur faut engager ou retirer. La difficulté est aussi que la situation très exceptionnelle due aux

“ Se pose donc, pour une part très importante de l'inflation en cours, la question de l'impuissance potentielle des banquiers centraux ! ”

conséquences de la COVID, mais aussi la guerre en Ukraine, déroutent complètement les prévisions économiques des institutions. Il suffit par exemple de regarder l'ampleur des corrections effectuées en un seul semestre (cf. tableau de l'OCDE ci-dessous), tant sur la croissance économique que sur l'inflation, pour comprendre à quel point le risque d'erreur de politique monétaire est alors important, la posologie monétaire à appliquer dépendant de la qualité du diagnostic posé préalablement ! Enfin, bien qu'étant indépendants, il ne faut pas sous-estimer les pressions exercées par le pouvoir politique sur les banquiers centraux. Ainsi, l'Administration Biden souhaite évidemment que la Banque centrale américaine (FED) soit très « démonstrative » dans sa lutte contre l'inflation, tant par les paroles que par les actes, car il faut convaincre, avant l'élection de mi-mandat en novembre, le ménage-électeur que la préservation de son pouvoir d'achat est une priorité. Après le « quoi qu'il en coûte » pour sauver la croissance économique, les banquiers centraux pourraient devoir s'engager dans un « quoi qu'il en coûte » contre l'inflation, et c'est ce qui inquiète les investisseurs !

Il suffit par exemple de regarder l'ampleur des corrections effectuées en un seul semestre (cf. tableau de l'OCDE ci-dessous), tant sur la croissance économique que sur l'inflation, pour comprendre à quel point le risque d'erreur de politique monétaire est alors important, la posologie monétaire à appliquer dépendant de la qualité du diagnostic posé préalablement !

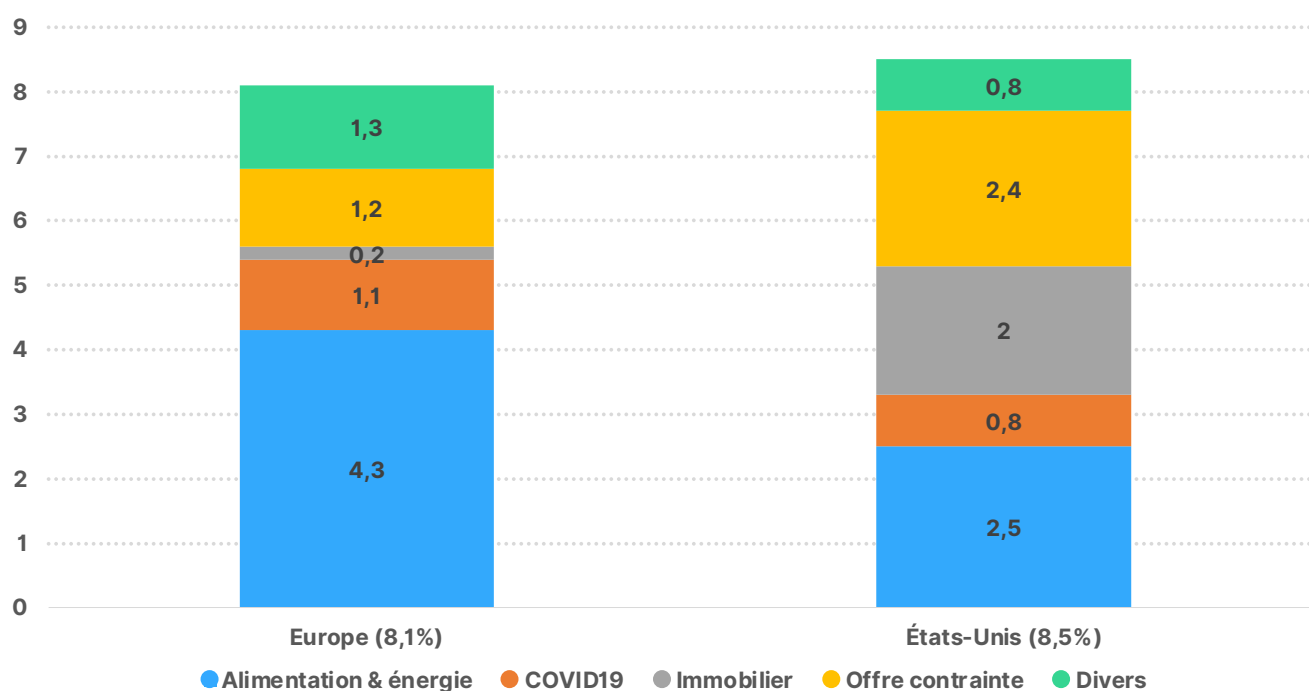
Révisions de croissance économique et d'inflation mondiale en 6 mois par l'OCDE

Sources : OCDE, WeSave

	Croissance économique		Inflation	
	2022	2023	2022	2022
Prévision faite en décembre 2021	4,5%	3,2%	5,0%	3,0%
Prévision faite en juin 2022	3,0%	2,8%	8,5%	6,0%
Variation de la prévision en 6 mois	-1,5%	-0,4%	3,5%	3,0%

Décomposition de l'inflation en Mai 2022 (en %)

Sources : Eurostat, BCE, Haver, Altaïr Economics, WeSave



La lutte contre l'inflation a nécessairement un revers : freiner plus ou moins brutalement la croissance économique. Tant que l'inflation restait modeste, les banquiers centraux pouvaient procéder par tâtonnements successifs, via des hausses modérées de leurs taux directeurs, prendre le temps d'analyser les impacts de leurs actions... mais aujourd'hui l'inflation est telle qu'il faut frapper vite et fort, quitte à éventuellement en faire trop (donc éventuellement plonger les économies en récession) et de devoir vite redevenir accommodants si nécessaire. C'est pourquoi, plus encore qu'à l'habitude, les Banques centrales sont aujourd'hui très « data dépendantes ». Autrement dit, toute donnée un peu forte sur l'inflation les encourage à tenir des discours particulièrement fermes, ou à remonter violemment leurs taux directeurs. La FED vient par exemple en juin de rehausser ses taux directeurs, en une seule fois, de 0,75%, un rythme de durcissement monétaire qu'elle n'avait plus adopté depuis 1994 ! Si on se fie aux prévisions des marchés,

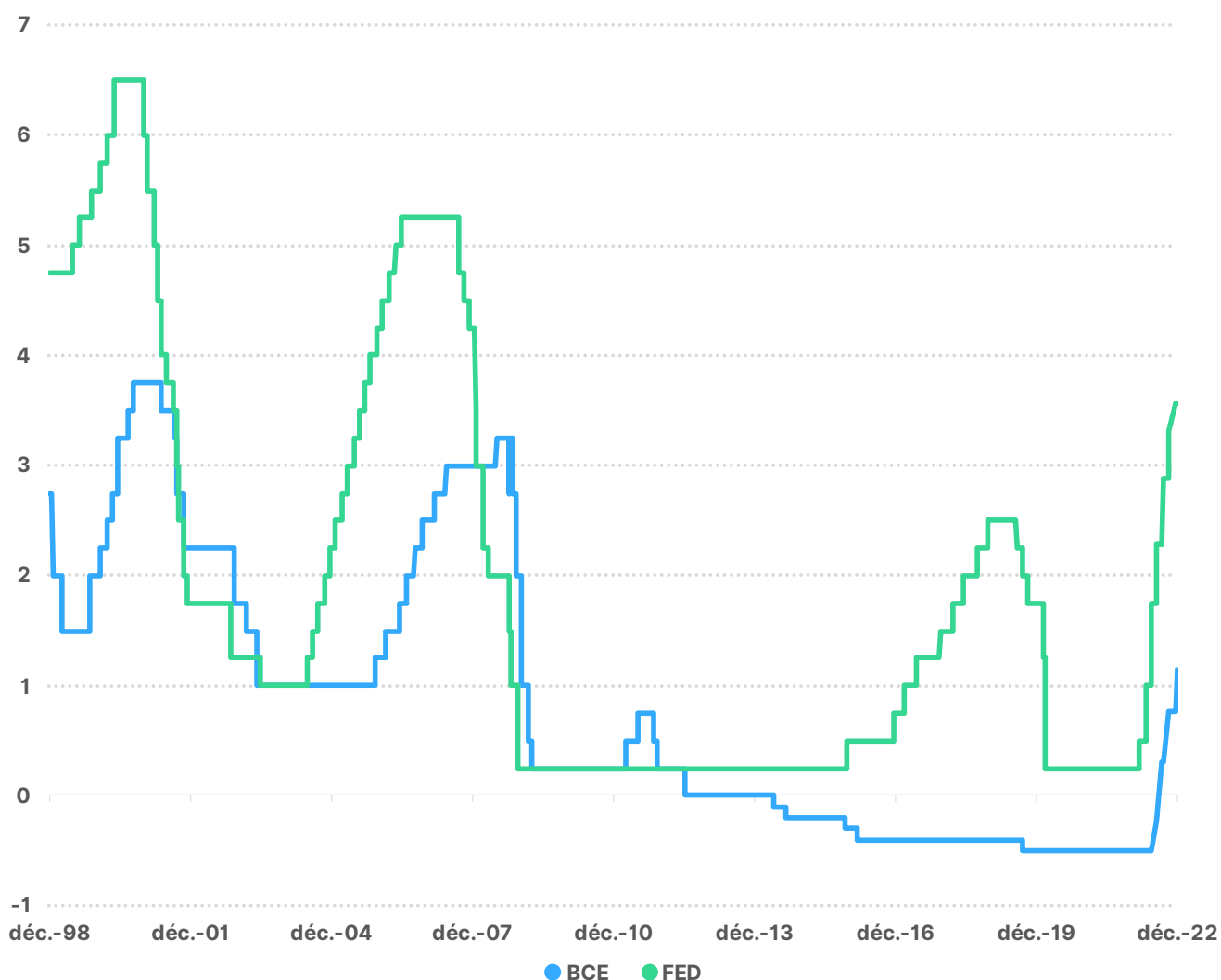
la FED va remonter ses taux qui étaient à 0,25% début 2022 pour les porter à 3,25% en fin d'année ! De même, la BCE remonterait les siens de -0,50% début 2022 à 1,15% en fin d'année, en dépit du conflit en Ukraine !

“

Tant que l'inflation restait modeste, les banquiers centraux pouvaient procéder par tâtonnements successifs, via des hausses modérées de leurs taux directeurs, prendre le temps d'analyser les impacts de leurs actions...

Taux directeurs américains et européens passés et projetés jusqu'à fin 2022 (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave

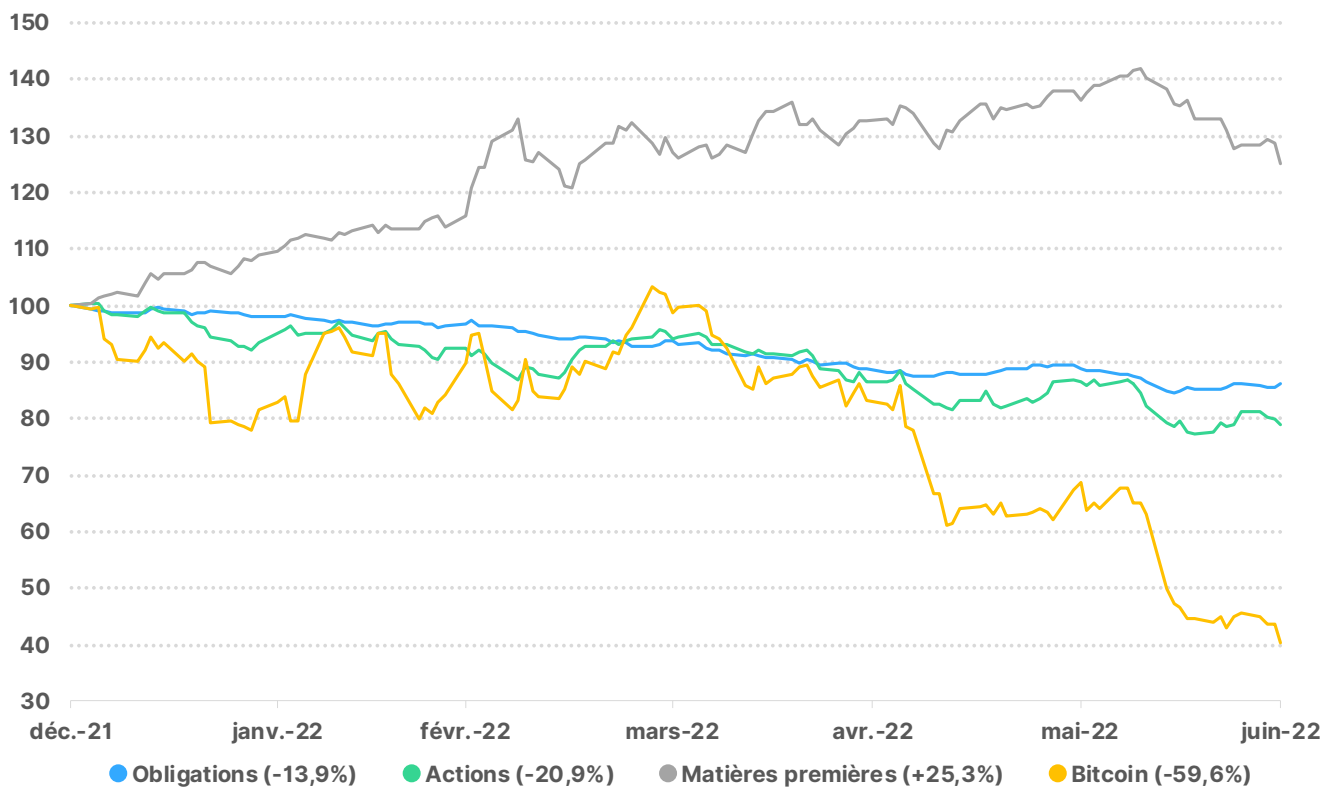


TOUS les actifs financiers sont très directement affectés par ces durcissements monétaires exceptionnels. En premier lieu, ce sont les obligations qui en souffrent, car pourquoi les créanciers conserveraient-ils des obligations plus anciennes mal rémunérées alors que les taux remontent et que l'inflation incite à être particulièrement exigeant sur la rémunération perçue, afin de préserver son pouvoir d'achat réel à terme. Le recul des obligations durant les 6 premiers mois de l'année a été de -13,9%, et même -15,6% au plus bas annuel en juin ! Les actions, et notamment celles des entreprises de forte croissance, souffrent par effet domino de la chute des obligations

(cf. impact des taux d'intérêts sur les calculs d'actualisation de bénéfices futurs). L'indice MSCI World décroche ainsi de -20,9% en 2022, et le Nasdaq américain, concentré de valeurs technologiques, baisse même de -29,5% cette année ! De plus, les disparités de timing et d'ampleur de l'inflexion des politiques monétaires entre Banques centrales affectent violemment les parités entre devises, ce qui est une source d'inconfort additionnelle pour les investisseurs devant allouer des capitaux à travers le monde entier. La dépression monétaire décidée par les banquiers centraux a très logiquement entraîné celle des investisseurs en bourse !

Performances en 2022 de certains actifs (Base 100 = 31/12/21)

Sources : Bloomberg, WeSave



Après la pluie, le beau temps ?

Les Banques centrales veulent trouver le juste équilibre entre la lutte contre l'inflation et l'ampleur de leur impact sur la croissance. Provoquer une récession (au moins 2 trimestres consécutifs de recul du PIB) est un prix qu'elles sont désormais souvent prêtes à payer, mais elles chercheraient à en limiter la durée et l'ampleur, et de nombreux facteurs pourraient influencer leurs décisions. Rappelons d'abord que l'actuelle incertitude sur les données économiques peut jouer dans les deux sens : si cela les incite à durcir le ton aujourd'hui, il n'en sera pas forcément de même demain. L'inflation mesure une ampleur de VARIATION de prix et non pas un prix en NIVEAU, ce qui signifie que l'inflation peut se calmer rapidement dès que les prix se contentent

par exemple de stagner, alors que le pouvoir d'achat resterait, lui, toujours sous pression avec des prix élevés. L'envol des prix des avions, des voitures de location, des hôtels... est ainsi certainement temporaire, et ils se calmeront probablement après l'été : la dynamique de prix de ces services devrait contribuer en fin d'année à plutôt diminuer le rythme général de l'inflation ! Par ailleurs, bien qu'il soit impossible de savoir si ce mouvement sera durable (cf. conflit en Ukraine), les prix des matières premières ont reflué en juin et plus généralement durant le dernier trimestre, les investisseurs commençant à intégrer la probabilité d'un tassement économique, voire d'une récession, d'où un moindre recours futur aux matières premières. Du fait des impacts des hausses de taux d'intérêts, on observe aussi le recul de nombreux prix, comme par exemple celui de certains biens immobiliers. Il est désormais vraisemblable que le pic d'inflation soit proche, ce qui devrait apaiser les banquiers centraux.

Performances des principales matières premières en 2022 et durant le 2nd trimestre de 2022

Sources : Bloomberg, WeSave

	Performance 2022 en Dollar	Performance 2nd trimestre 2022 en Dollar
Energie :		
Gaz Naturel	40%	-5%
Pétrole brut (Brent)	46%	-17%
Gaz Naturel Liquéfié (GNL)	27%	9%
Charbon	215%	34%
Métaux industriels :		
Aluminium	-13%	-30%
Cuivre	-15%	-20%
Plomb	-17%	-21%
Nickel	9%	-29%
Etain	-32%	-38%
Zinc	-11%	-24%
Minerai de fer	13%	-11%
Métaux précieux :		
Or	-1%	-7%
Argent	-14%	-18%
Platine	-7%	-9%
Palladium	1%	-14%
Denrées agricoles :		
CBT Maïs	4%	-9%
CBT Soja	8%	2%
Blé	19%	-7%
Bétail vivant	-5%	-3%

Le tassement économique est programmé mais, quand bien même une récession interviendrait, cela n'implique pas pour autant un effondrement prononcé et durable de la croissance : une récession économique n'est pas une dépression économique ! En effet, les fondamentaux restent solides, à commencer par la dynamique des entreprises. L'inflation inquiète logiquement les banquiers centraux, mais c'est en même temps le signal que le « pricing power » (capacité à imposer ses conditions financières aux salariés, aux

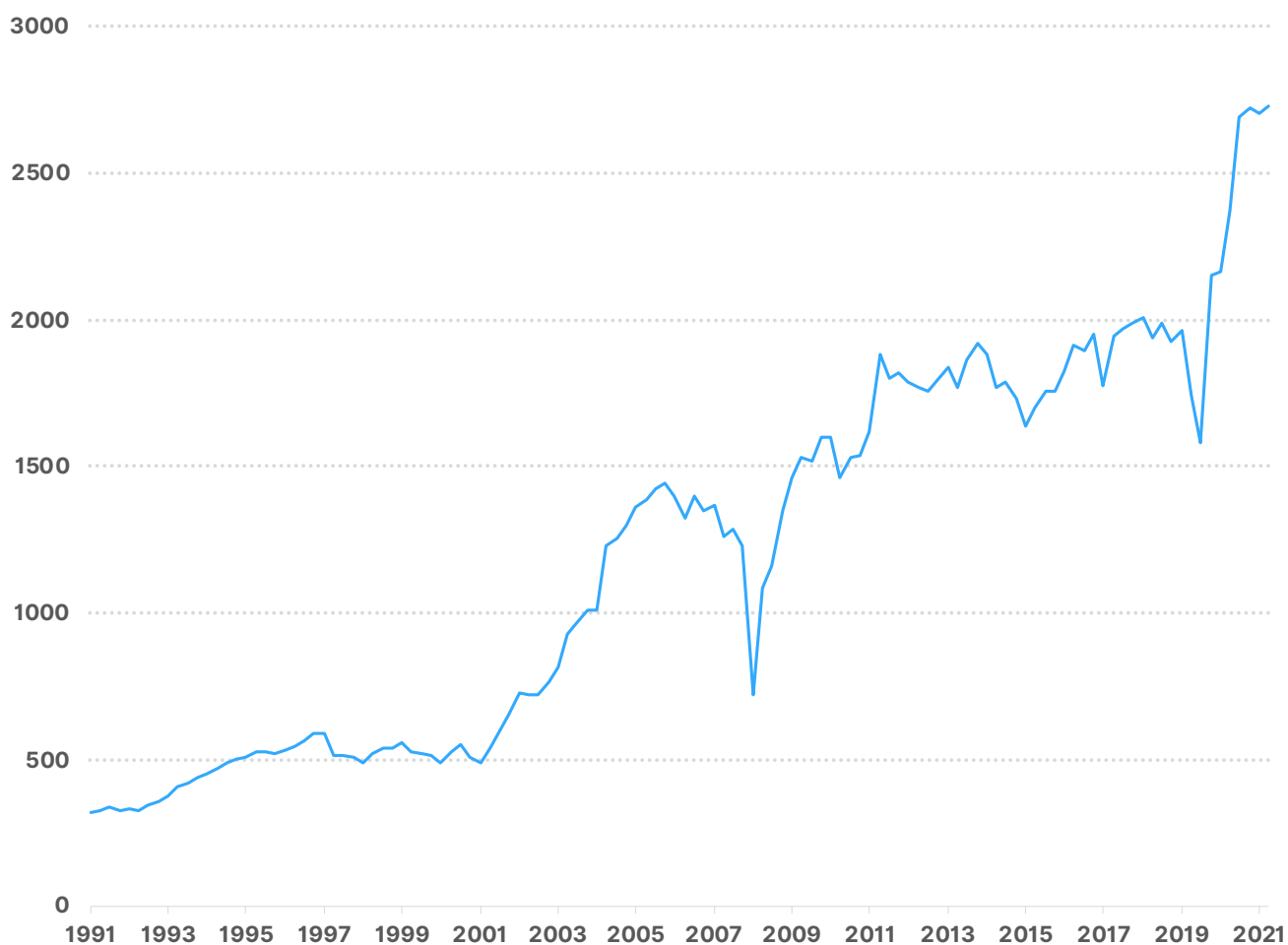
fournisseurs et aux clients finaux) des entreprises reste fort, et que leurs carnets de commandes ne sont pas affectés à ce stade par le tassement économique en cours. Les publications du 2nd trimestre (en juillet-août) permettront de vérifier l'état des marges bénéficiaires mais, même si elles vont logiquement se tasser, il faut se souvenir qu'elles étaient sur des niveaux historiquement élevés au 1er trimestre : il s'agirait donc avant tout d'une normalisation ! Par ailleurs, il est important de comprendre qu'au vu de la

croissance économique et de l'ampleur de l'inflation, les chiffres d'affaires des entreprises seront TRÈS forts (autour de +10% en moyenne durant l'année si on cumule ces 2 facteurs), et que les taux de marges, même s'ils baissent, s'appliquent à des chiffres d'affaires en très forte expansion, d'où des masses de bénéfices encore très confortables ! Un discours plus prudent des dirigeants d'entreprises est certes prévisible, reflétant la complexité du contexte (notamment l'état des couvertures financières sur les devises, sur les matières premières, mais aussi les charges financières dues aux hausses de taux d'intérêts...), mais il ne doit pas être hâtivement interprété comme étant un signal avancé d'effondrement économique imminent. En effet, lorsqu'ils sont interrogés, la plupart

des dirigeants d'entreprises confirment toujours vouloir investir significativement durant les prochains mois ou années, soit par croissance interne, soit par l'acquisition de concurrents. La transition énergétique, la volonté de disposer d'une production de proximité, la relocalisation de certaines activités (cf. problèmes d'approvisionnements), la recherche d'économies ou bien la volonté de renforcer son « pricing power » en grossissant... autant de motivations à investir, et l'actuelle hausse des coûts de financement ne semble pas être un frein à ce stade (cf. graphiques sur les offres publiques d'achat ci-dessous) ! L'économie va certes ralentir, et cela affectera la dynamique des entreprises, mais les tendances de fond restent favorablement orientées.

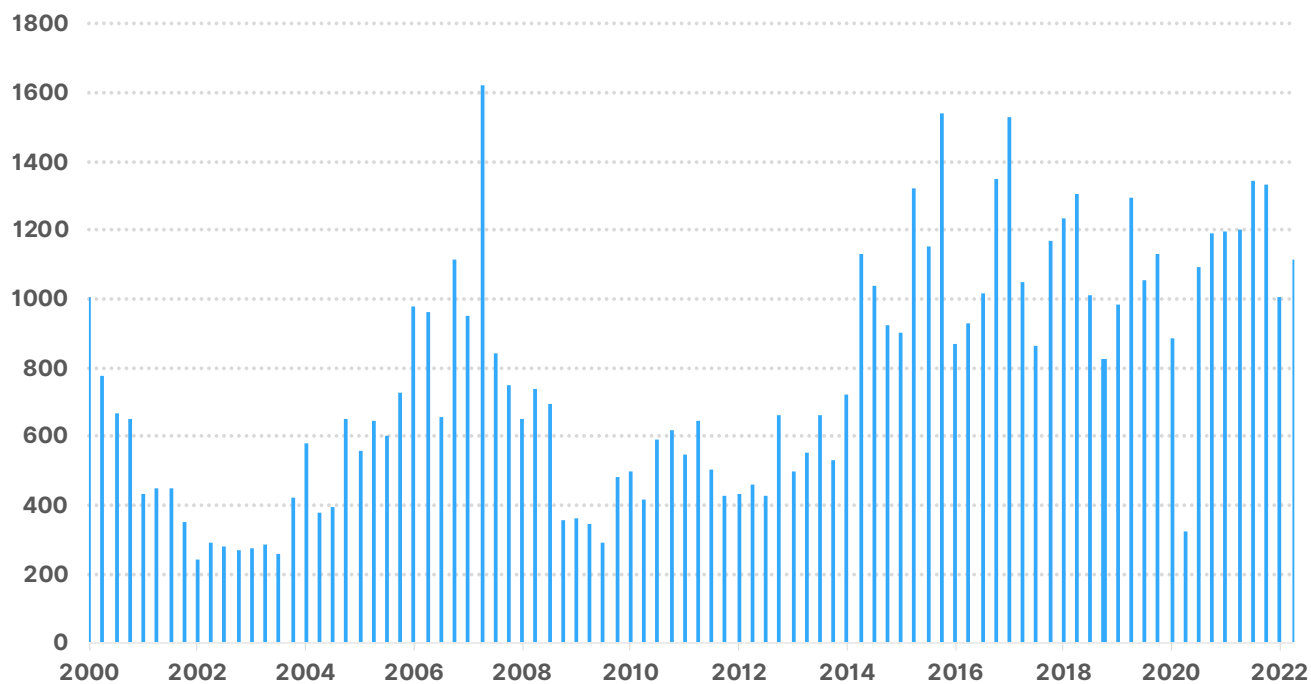
Bénéfices des sociétés américaines (Mds \$)

Sources : Bloomberg, WeSave



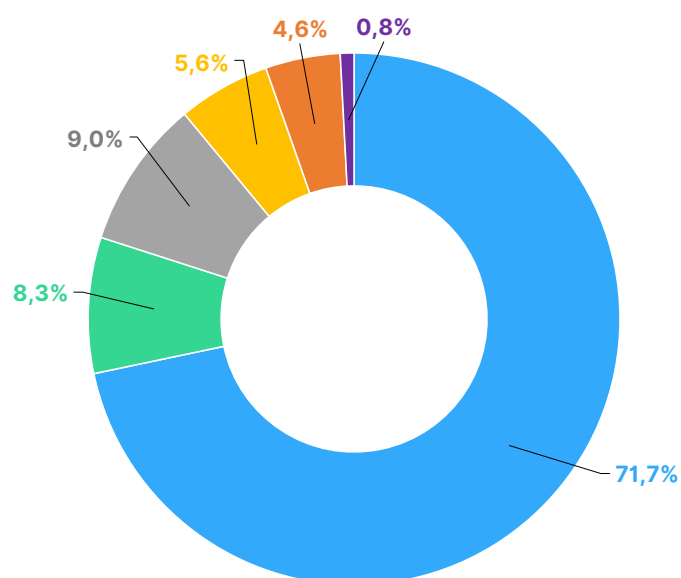
Fusions et acquisitions dans le monde (en Mds \$)

Sources : Bloomberg, WeSave



Mode de financement des fusions et acquisitions dans le monde en 2022

Sources : Bloomberg, WeSave



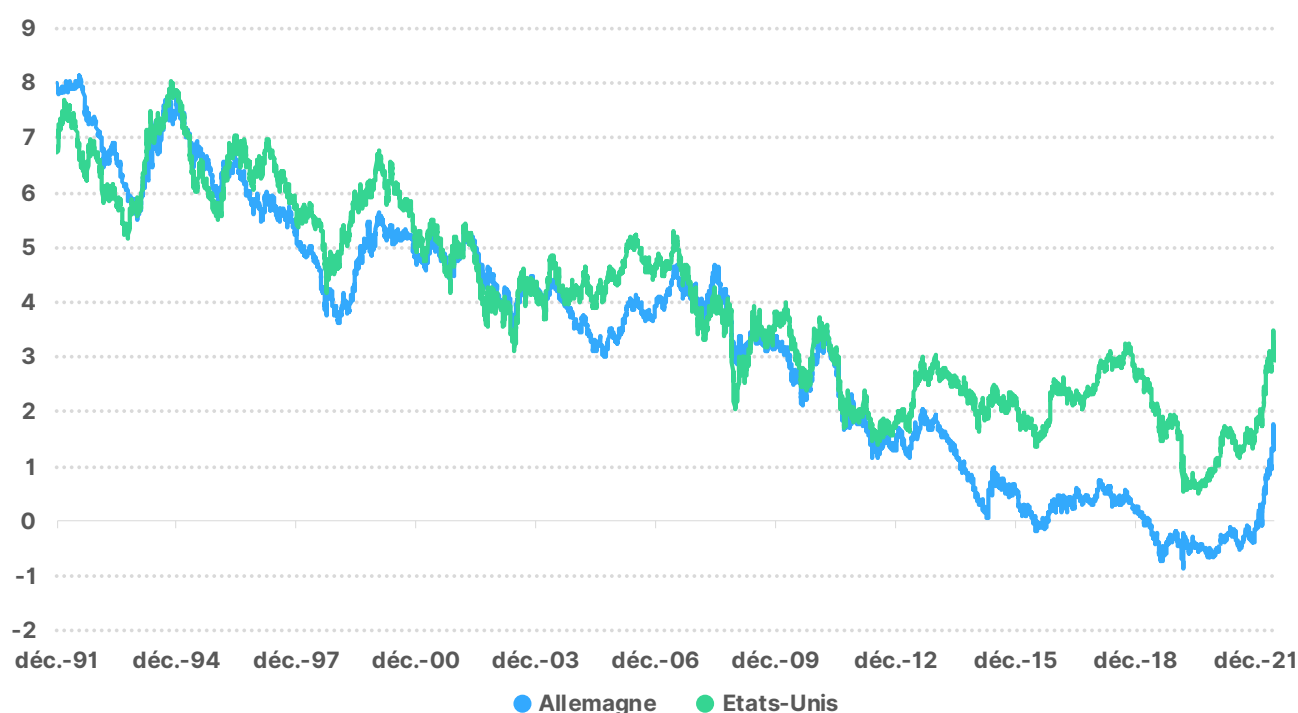
● Cash
 ■ Non révélé
 ● Actions
 ■ Cash ET actions
 ● Cash OU actions
 ● Autres

La dynamique de l'investissement ne sera pas l'apanage des seules entreprises puisque, au travers de partenariats public-privé, les États vont eux aussi devoir investir énormément durant les prochaines décennies. La COVID et la guerre en Ukraine ont en effet été des révélateurs de faiblesses structurelles auxquelles il faut vite remédier : vulnérabilité énergétique incitant à accélérer la transition énergétique et à diversifier ses sources d'approvisionnement, le nécessaire renforcement de la défense des pays, la remise à plat des systèmes de santé, la numérisation et la robotisation des économies, la relocalisation ou la réappropriation de certaines activités stratégiques (semi-conducteurs, métaux...)... Ces projets gigantesques ne pourront avoir lieu que si les conditions de financement sont favorables : les taux d'intérêts RÉELS (donc retraités de l'inflation) devront donc rester structurellement attractifs. C'est pourquoi, même si les Banques centrales sont actuellement moins accommodantes afin d'atténuer l'inflation, elles chercheront vite à restaurer un

environnement financier propice, voire pourraient contribuer elles-mêmes directement au financement de certains de ces investissements (cf. BCE pour la transition énergétique). Par ailleurs, les banquiers centraux sont conscients que les seuils de tolérance à des taux d'intérêts élevés ne sont plus ceux du passé, du fait de l'ampleur de la charge de la dette pesant très vite sur les finances des agents économiques, et ils ne voudraient pas être tenus pour responsables d'un krach financier majeur dû à leurs décisions de politique monétaire ! Les taux d'intérêts de long terme, puisque ce sont ceux-là qui affectent des projets d'investissements longs, sont toujours à ce stade à des niveaux raisonnables par rapport aux retours sur investissement qu'il est généralement possible d'espérer, d'autant que les États pourraient améliorer ces rendements en accordant divers avantages fiscaux. L'impulsion économique des prochaines années devrait donc venir de l'investissement, et les États en seront souvent à l'origine.

Taux à 10 ans souverains (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



À plus brève échéance, que peut-on espérer des marchés durant l'été ?

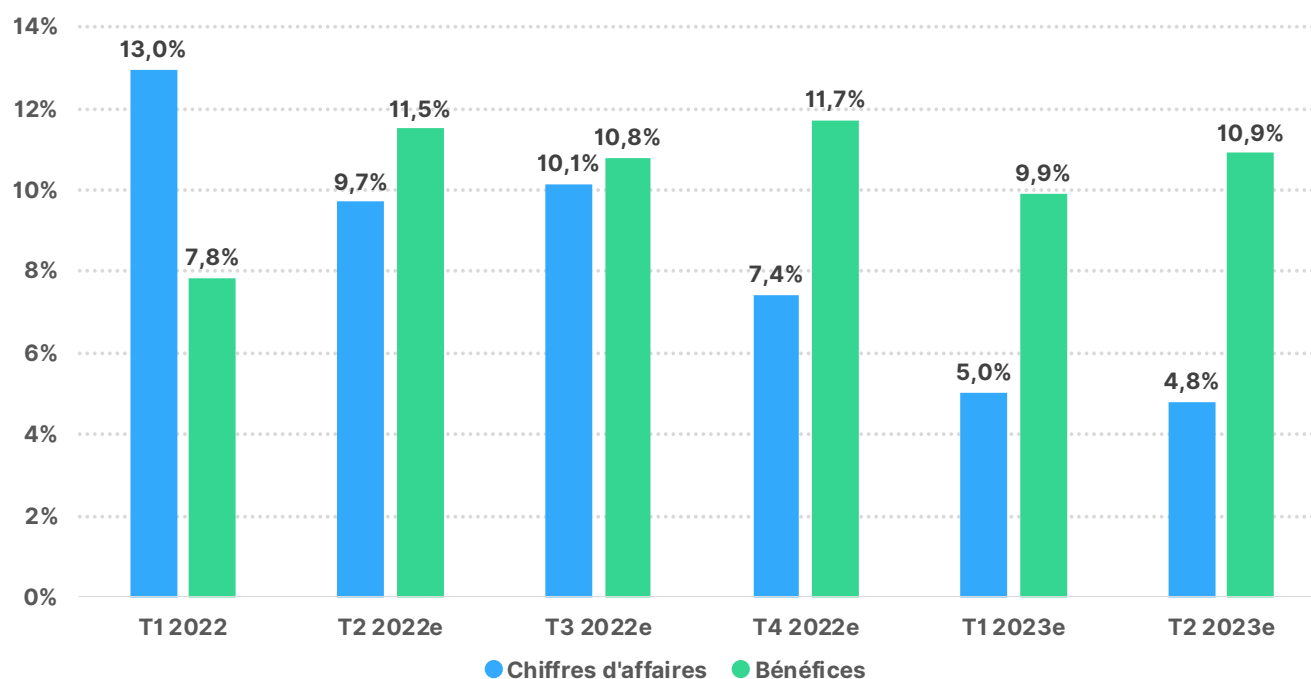
- La fin juin a montré un retour d'intérêt des investisseurs pour les actifs obligataires. L'hypothèse que le pic d'inflation soit proche semble donc infuser dans certaines allocations d'actifs. En revanche, le risque de récession s'intensifiant, les actions ont baissé très violemment en début de mois, et cela a notamment pénalisé l'énergie et les matières premières qui bénéficiaient jusqu'alors du conflit en Ukraine : la rotation entre les secteurs a donc cessé, et une capitulation s'est indéniablement amorcée. Soulignons toutefois qu'en fin de mois de juin, les valeurs de croissance, qui étaient les plus pénalisées par les hausses de taux d'intérêts, ont profité de la détente obligataire observée.
- Il est probable que la méfiance à l'égard des actions persiste jusqu'aux publications de résultats trimestriels des entreprises. Le pessimisme des investisseurs est toutefois aujourd'hui sur des niveaux HISTORIQUEMENT ÉLEVÉS, puisque plus fort que lors du crash des valeurs technologiques en 2000, que lors de la faillite de Lehman Brothers en 2008, que lors de l'accident nucléaire de Fukushima en 2011, que lors du confinement intégral des économies avec la COVID en 2020..., ce qui semble exagéré au vu des fondamentaux. Les fonds d'actions ayant par ailleurs bénéficié d'une importante collecte nette en début d'année (+211,4 Mds \$), et les indices d'actions étant voisins des niveaux d'avant COVID et avec des valorisations bien plus confortables, il sera tentant pour les gestions, en tactique, d'investir une partie du cash constitué en réserve, ou bien de retirer une partie de leurs instruments de couverture.
- Mais quel « momentum » pourrait éventuellement justifier ce passage à l'acte qui ferait monter les actions ? L'Administration Biden met la pression sur la FED pour que le pouvoir d'achat des ménages

soit défendu avant l'élection de mi-mandat, mais c'est ensuite la présidentielle qui s'imposera dans l'agenda politique du pays. Autrement dit, pour la seconde partie du mandat de J.Biden, la croissance et l'emploi dans le pays devraient être prioritaires à leur tour. La FED pourrait alors commencer à tempérer son discours anti-inflation, par une plus grande préoccupation à l'égard de la croissance nationale, dès la réunion annuelle des grands banquiers centraux se tenant à Jackson Hole du 25 au 27 août. En Chine, Xi Jinping veut obtenir un 3ème mandat présidentiel cet automne et, pour afficher un bilan économique plus séduisant qu'aujourd'hui, le pays va actionner simultanément les leviers budgétaires, fiscaux et monétaires. Autrement dit, le risque de récession mondiale en sera amorti d'autant, et les tensions inflationnistes dues à la désorganisation de production chinoise devraient se résorber à cet horizon. Après la pluie, le beau temps !

ff
Le pessimisme des investisseurs est toutefois aujourd'hui sur des niveaux HISTORIQUEMENT ÉLEVÉS, puisque plus fort que lors du crash des valeurs technologiques en 2000, que lors de la faillite de Lehman Brothers en 2008, que lors de l'accident nucléaire de Fukushima en 2011, que lors du confinement intégral des économies avec la COVID en 2020...,

Prévisions de croissance d'activité des entreprises américaines

Sources : Bloomberg, WeSave



Flux des capitaux depuis le début d'années

Sources : Bloomberg, WeSave

	Montant (Mds\$)	En %	Actions	Montant (Mds\$)
Actions	211,4	1,3%	Etats-Unis	101,1
dont ETFs	238,6	4,4%	Europe	-36,4
dont Gestion Active	-117,2	-1,3%	Japon	-2,1
Obligations	-169,4	-2,4%	Monde	56,1
Matières premières	23,8	5,8%	dont Emergents	53,9
Monétaire	-269,5	-4,0%		

Conclusion

Les allocations d'actifs doivent rester diversifiées, le contexte restant confus. Certaines inflexions semblent toutefois pouvoir être désormais apportées aux portefeuilles :

Obligations :

Leur attrait relatif se restaure puisque le pic d'inflation approche. Nous revenons à la neutralité sur les obligations souveraines. Les maturités éloignées semblent de nouveau attrayantes dans une hypothèse de détente des rendements obligataires. Nous avons complètement écarté les obligations d'entreprises à haut rendement (i.e. « High Yield ») de nos allocations mais, désormais, bien que pouvant faire l'objet de défauts de paiement, leur rendement nous semble couvrir ce risque : nous les intégrons de nouveau progressivement dans nos portefeuilles. En corollaire de notre hypothèse de pic d'inflation proche, nous réduisons notre exposition aux obligations indexées à l'inflation.

Actions :

Il semble prématuré de remonter l'exposition aux actions, de revenir sur les petites capitalisations ou bien encore sur les émergents (cf. dynamique du cycle économique et degré de liquidité en bourse). En revanche, si les rendements obligataires se détendent, les investisseurs apprécieront de nouveau les valeurs de croissance qui ont été les plus pénalisées par ce facteur, c'est pourquoi nous remontons notre exposition sur les valeurs technologiques américaines (i.e. le Nasdaq).

Matières premières :

Nous remontons notre exposition à l'or pour disposer d'une pondération satisfaisante aux actifs « alternatifs », ceci afin de compenser notamment le moindre investissement sur les obligations indexées à l'inflation, mais aussi dans l'hypothèse d'un Dollar pouvant de nouveau refluer.

Devises :

Le Dollar s'est apprécié depuis 1 an, notamment du fait des décalages d'intensité et de timing entre politiques monétaires transatlantiques, et ce facteur nous semble devoir diminuer si la FED pondère son discours anti-inflation par un intérêt retrouvé à l'égard de l'emploi national. Nous privilégions désormais les supports d'investissement protégés du risque de change sur le Dollar.

**« Il y a des gens qui pourraient parler des heures pour ne rien dire, ce sont ceux qui dissertent sur la météo, et qui seraient capables de faire une thèse sur un nuage, tout ça pour ne pas avoir à rentrer chez eux. »
(David Foenkinos)**

Marchés Financiers

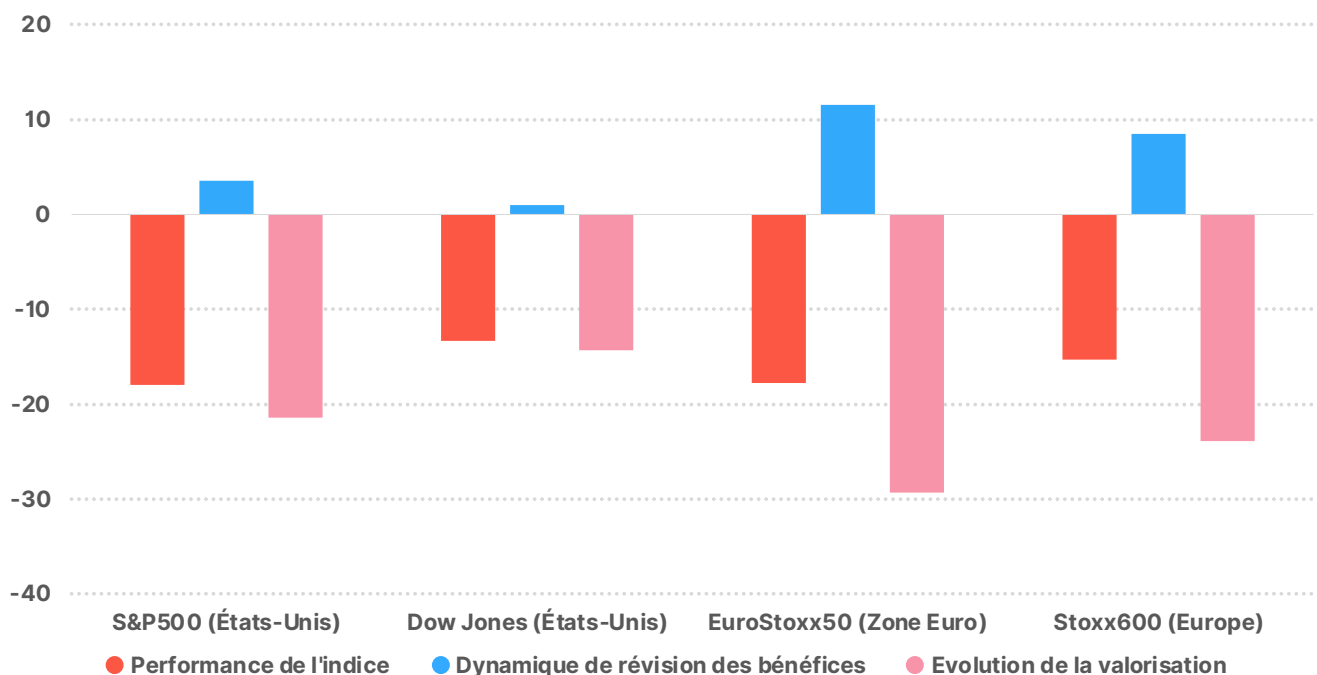
- Au gré de leurs échanges avec les entreprises, les analystes financiers révisent régulièrement leurs prévisions de bénéfices futurs.
- Depuis le début d'année, aux États-Unis comme en Europe, les révisions de bénéfices sont orientées à la hausse, et elles sont même remontées de façon très significative en Europe.
- La valorisation en bourse est ensuite la combinaison de l'évolution des révisions bénéficiaires et de la performance boursière des indices.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Le paradoxe de ce début d'année est que les révisions de bénéfices ont été haussières, et que pourtant ces mêmes indices baissent fortement. Ceci s'explique notamment par les énormes révisions à la hausse des secteurs de l'énergie et des matières premières, du fait de la guerre en Ukraine, qui font bien plus que compenser les secteurs qui sont pénalisés par ce conflit. Les différences de poids de ces secteurs entre indices transatlantiques expliquent largement les différences de dynamiques de révisions bénéficiaires. Le recul des indices s'explique, lui, principalement par l'impact des hausses de taux d'intérêts sur les calculs d'actualisation de bénéfices futurs, et par les craintes d'une possible récession à venir. Une progression des bénéfices n'est donc pas suffisante pour assurer la hausse des indices d'actions !

Évolution des valorisations des indices d'actions américains et européens (en %)

Sources : Bloomberg, WeSave



Macro Économie

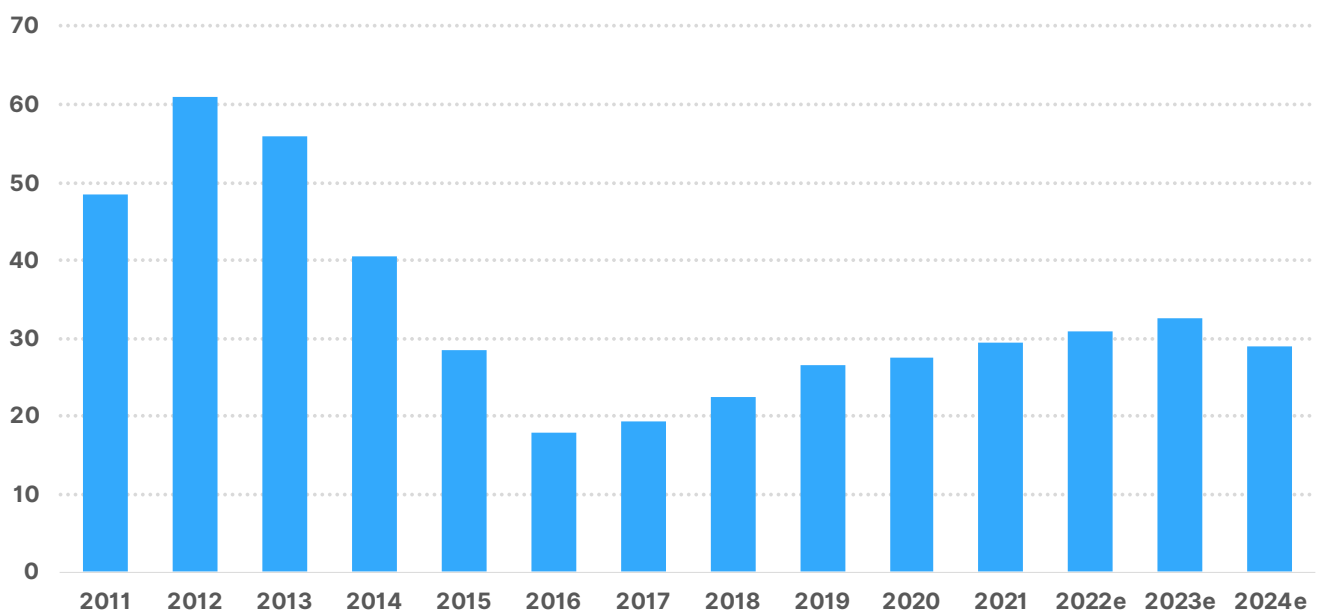
- Les investissements effectués par le secteur minier sont des projets de très long terme, car le retour sur investissement prend souvent des décennies.
- Le secteur a fortement réduit son niveau d'investissement, puisque les capitaux investis aujourd'hui ne représentent plus que la moitié de ceux investis il y a 10 ans.
- Si les prévisions de Goldman Sachs se révèlent justes, il ne faut pas attendre d'accélération de ces investissements dans les prochaines années.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

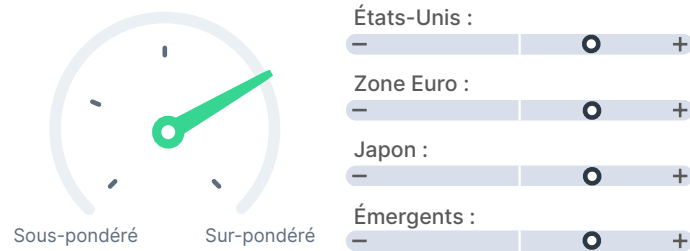
La réussite de la transition énergétique induit l'envol, durant les prochaines décennies, de la consommation de la plupart des métaux industriels et des métaux « rares ». Pourtant, les entreprises minières communiquent aujourd'hui sur une forme de stabilité des rythmes de capitaux qui seront investis dans le domaine. Ceci s'explique notamment par l'ampleur des contraintes réglementaires d'autorisation d'exploitation, puis de protection et de réhabilitation, des sites miniers. Par ailleurs, ces entreprises ont désormais très souvent des difficultés à financer leurs projets futurs, les banques et les marchés financiers favorisant désormais les investissements « socialement responsables ». Faudra-t-il, pour que la transition énergétique puisse se faire, que les États assument le financement de ces activités ?

Niveau d'investissement passé ou projeté par les sociétés minières dans le monde (en Mds \$)

Sources : Goldman Sachs, WeSave



ACTIONS



Début juin, le scénario de « stagflation » (stagnation économique et inflation concomitante) s’est imposé aux investisseurs. Des statistiques un peu fortes d’inflation ont en effet encouragé les Banques centrales à durcir encore plus leurs discours et actions, faisant craindre des durcissements monétaires trop forts, et donc un risque de récession à terme pour les économies. Tous les secteurs ont fortement baissé, y compris les matières premières et l’énergie, qui avaient été jusqu’alors préservées par le conflit en Ukraine. Les valorisations sont désormais bien plus raisonnables

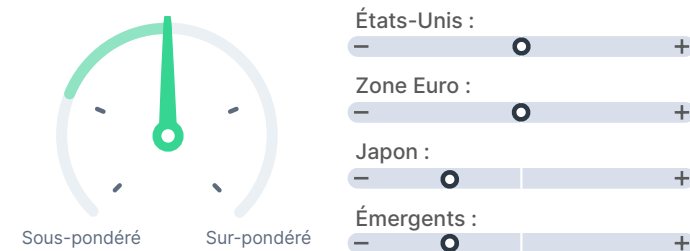
Evolution du ratio Cours de bourse / Bénéfice net par action (PER) à 1 an

	Fin 2021	Juin 22	Variation
Monde	19,2	15,5	-20,3%
État-Unis	27,1	18,9	-30,3%
Europe	16,4	11,8	-28,0%
Japon	14,7	13,4	-8,8%

Sources: Bloomberg, WeSave

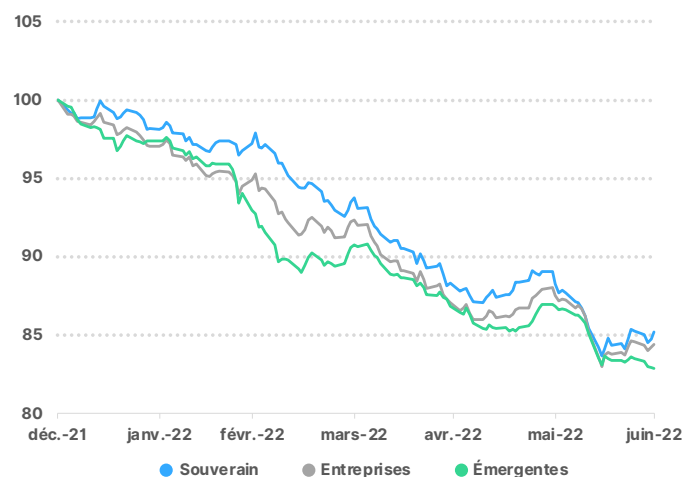
sur les actions, les publications trimestrielles des entreprises sont dès lors attendues avec impatience pour savoir s’il faut ou non revenir sur cette classe d’actifs. Nous restons optimistes sur les perspectives d’investissement des États et entreprises, d’où notre surpondération persistante sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



En juin, la performance des actifs obligataires a été négative. Les investisseurs espéraient que le pic d’inflation aurait déjà été atteint aux États-Unis, mais les dernières statistiques ont reporté une fois encore cet espoir. La Banque centrale américaine a, de ce fait, été contrainte de tenir un discours très ferme, et a même relevé en une seule fois de 75pb ses taux directeurs, rythme qu’elle n’avait plus pratiqué depuis 1994. La BCE, de son côté, a mis fin à ses achats d’obligations, ouvrant désormais la voie à des hausses de taux directeurs, ce qui mettrait fin au paradoxe d’un taux de facilité de dépôts négatif à -0,50% ! Les prix

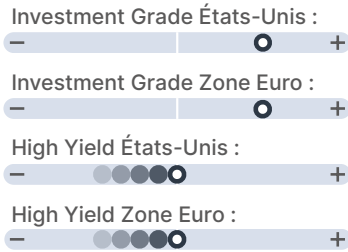
Performance boursière des grandes classes d’actifs obligataires (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

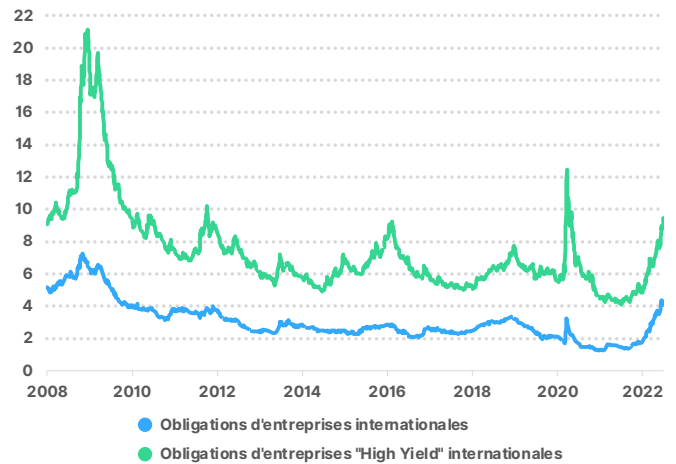
de nombreuses matières premières, de certains biens immobiliers... régressant, nous restons convaincus que le pic d’inflation approche. Dans cette hypothèse, les obligations souveraines retrouvent de l’attrait. Nous sommes neutres sur cette classe d’actifs.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Les obligations d'entreprises ont affiché des performances négatives en juin. Ce segment obligataire souffre à double titre du risque de « stagflation ». L'inflation encourage les Banques centrales à durcir leurs politiques monétaires, ce qui pénalise le rendement de toutes les obligations. Parce que ces politiques monétaires pourraient déboucher sur une récession, le risque d'éventuels défauts de paiements inquiète les investisseurs, notamment sur le segment des entreprises à bilans fragiles, autrement dit le « High Yield ». Une récession pourrait intervenir, mais la dynamique d'investissement par les États

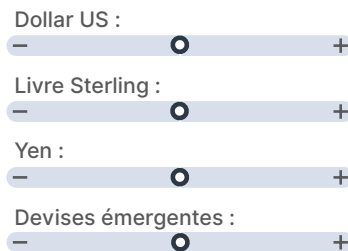
Rendements des obligations d'entreprises dans le monde (en %)



Sources: Bloomberg, WeSave

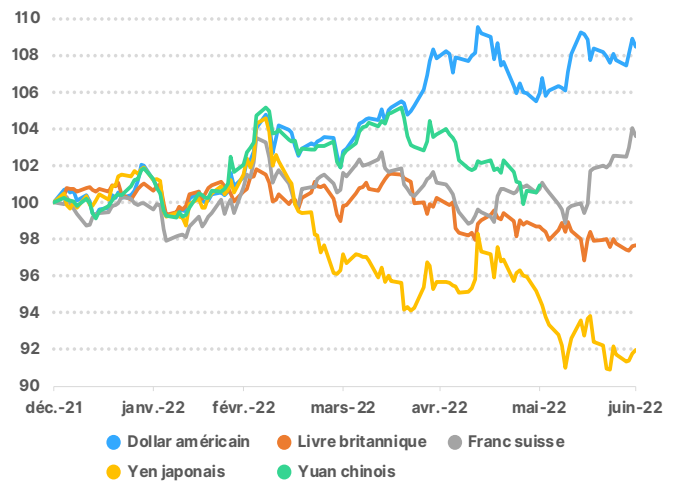
et entreprises reste forte, atténuant le risque d'une récession profonde. Les rendements des obligations d'entreprises nous semblent couvrir le risque de défauts, nous sommes donc surpondérés sur ces obligations, et revenons même progressivement sur le « High Yield ».

DEVISES



L'une des caractéristiques de ce début d'année 2022 est la volatilité et l'ampleur inhabituelle de dispersion des performances des devises entre elles, notamment pour certaines très grandes devises. Le Yen japonais perd par exemple -15,2% contre Dollar, quand l'Euro cède -7,8%. Ces mouvements s'expliquent par des politiques monétaires respectives où le timing et l'ampleur de la restriction monétaire ne sont plus coordonnés. Ces fluctuations de devises ont d'autant plus d'importance que, pour les devises baissant en relatif, cela implique que ces pays ou

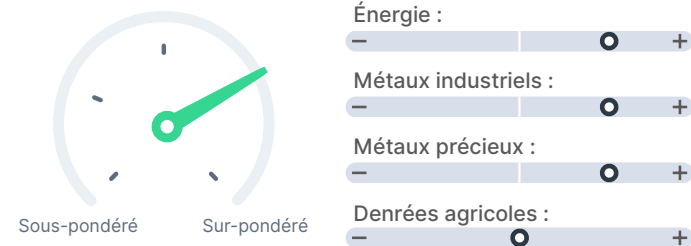
Performance des grandes devises face à l'Euro (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

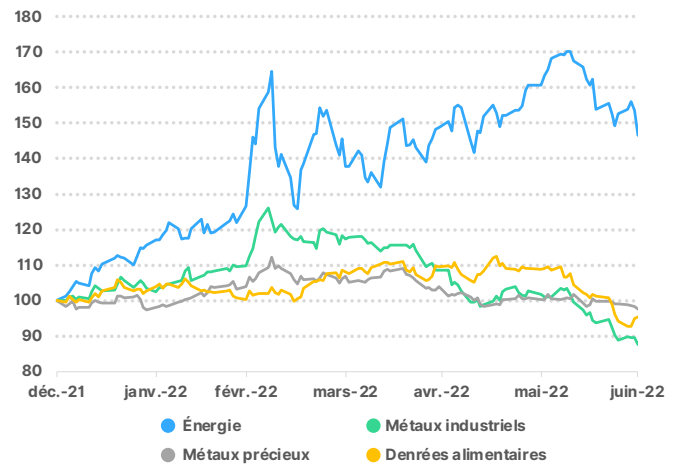
zones important encore plus d'inflation au travers du commerce extérieur. En revanche, la compétitivité de leurs entreprises s'en trouve renforcée, ce qui devrait soutenir leur croissance. Il convient d'être particulièrement attentif aux effets des devises sur les performances des investissements.

MATIÈRES PREMIÈRES



Depuis le début d'année, la volatilité des matières premières a été très forte. Le conflit en Ukraine a mis en évidence la vulnérabilité de nombreux pays à l'égard des exportations russes ou ukrainiennes, notamment pour l'énergie et les denrées agricoles. Si les prix de l'énergie restent très élevés, les prix des métaux industriels et des denrées agricoles ont en revanche effacé l'intégralité de leur progression durant ce second trimestre, quand les métaux précieux stagnent. Ce mouvement de repli s'explique par la stratégie sanitaire du zéro COVID en Chine, le confinement

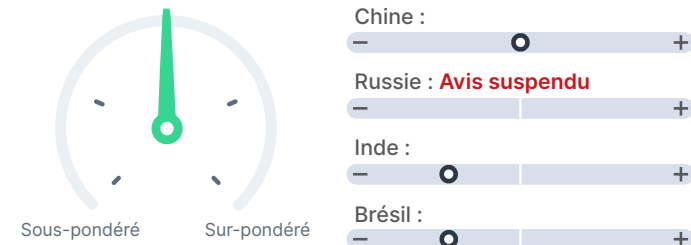
Performance des indices de matières premières (Base 100 = 31/12/21)



Sources: Bloomberg, WeSave

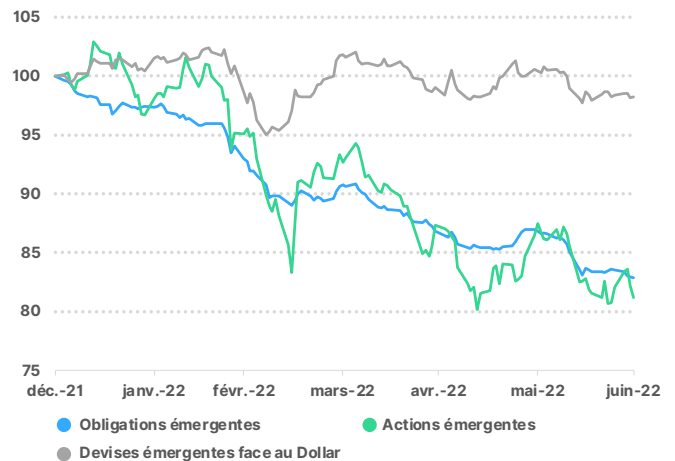
de millions de personnes affectant fortement la production industrielle du pays. Le risque de récession s'intensifiant, même l'énergie chute en juin. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous semble persister (cf. dynamique de l'investissement), nous maintenons donc notre surpondération.

ÉMERGENTS



Durant le premier semestre de 2022, les performances des actifs émergents ont été très mal orientées : un recul de -17,1% des obligations et -18,8% pour les actions. La bonne nouvelle pour la plupart de ces pays est que le repli de leurs devises face au Dollar, mouvement qui avait été très fort durant les deux dernières années, s'est interrompu. Autrement dit, l'inflation importée est modérée, atténuant le risque d'instabilité sociale et politique. Le stress sur les produits énergétiques et agricoles, dû au conflit en Ukraine, ne peut toutefois

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

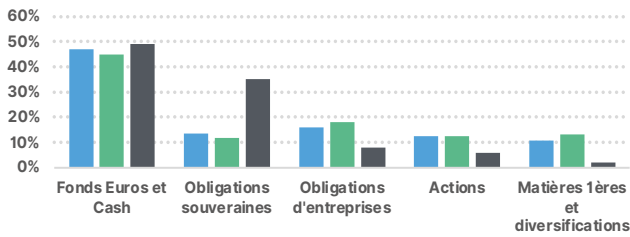


Sources: Bloomberg, WeSave

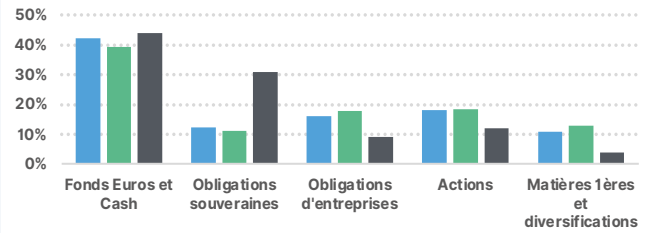
pas être négligé. Les investisseurs internationaux restent souvent à l'écart de ces pays car le cycle économique est moins bien orienté, et que la liquidité boursière des actifs émergents est moins bonne que celle des pays développés. Il nous semble préférable de rester neutre sur les actifs émergents à ce stade.

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

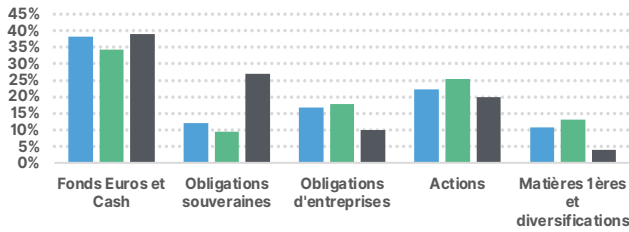
Profil 1 - Prudent



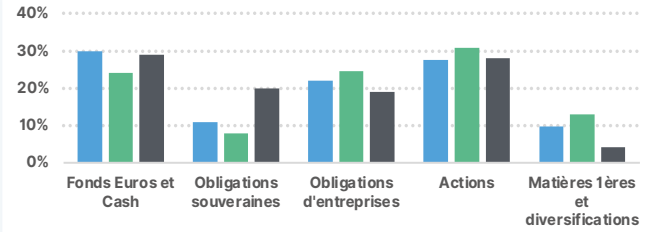
Profil 2 - Prudent



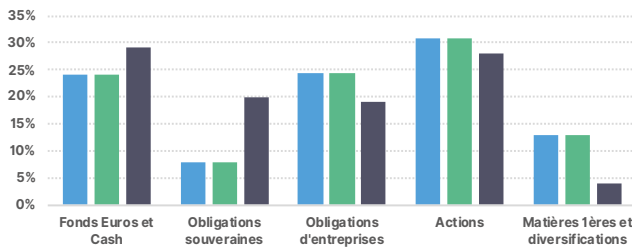
Profil 3 - Défensif



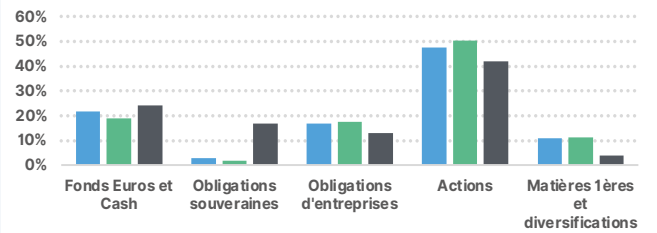
Profil 4 - Défensif



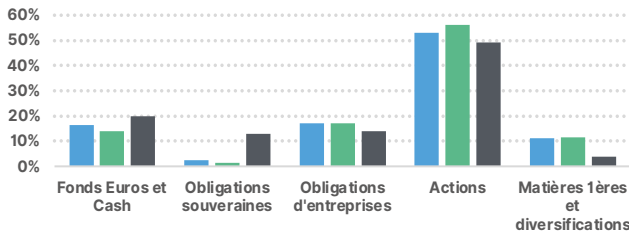
Profil 5 - Équilibré



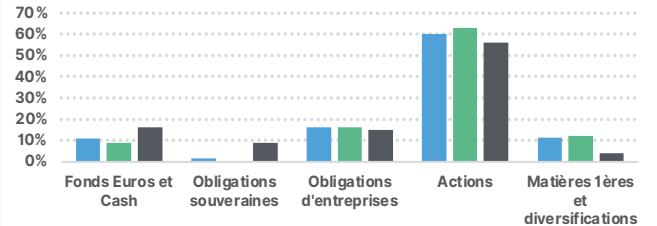
Profil 6 - Équilibré



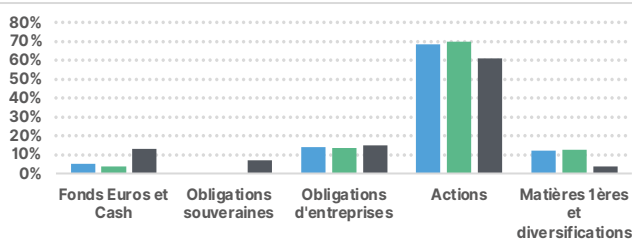
Profil 7 - Offensif



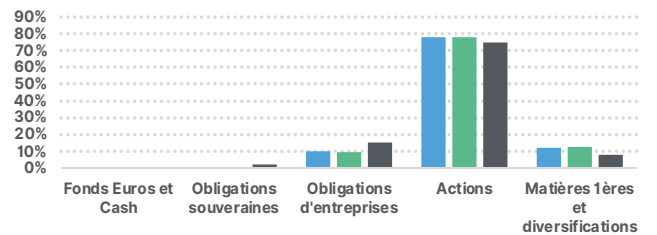
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Pour aller plus loin

L'aide entre générations, méthodes et avantages

Dans un contexte inflationniste où nos aînés peuvent être en difficulté avec des retraites relativement faibles, nous vous proposons par le biais de cet article de vous faire part des différents mécanismes existants pour aider un parent ou un grand-parent. Ces mécanismes dépendent de la nature de l'aide à apporter à un proche (un logement, un capital ou des revenus complémentaires) et des ressources de l'enfant. De plus, certaines aides permettent d'obtenir un avantage fiscal.

Tout d'abord, nous souhaitons vous rappeler l'obligation alimentaire intergénérationnelle.

Dans tous les cas, les enfants ont une obligation alimentaire vis-à-vis de leurs parents et plus généralement de leurs ascendants. Celle-ci consiste à faire jouer la solidarité en nature (aliments, logement, aide matérielle) ou financière, entre les générations au sein de la famille. Il existe de rares exceptions où cette obligation n'est pas due (ex: en cas de retrait de l'autorité parentale).

Le montant dépend des besoins du parent/grand-parent et des ressources du débiteur (enfant). L'obligation peut faire l'objet d'une demande en révision ou suppression devant le juge aux affaires familiales.

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

Méthode 1 : l'approche pécuniaire

La pension alimentaire

Un enfant qui verse une pension alimentaire à son ascendant (parent ou grand-parent ou beau-parent) peut, en raison de l'obligation alimentaire existante entre les parties, en déduire le montant sur sa déclaration d'impôt.

L'aide est déductible, sans limitation de montant, mais ce dernier doit être cohérent par rapport aux besoins de celui qui la perçoit et aux ressources de celui qui la verse.

L'avantage fiscal sera alors fonction de votre tranche marginale, l'économie d'impôts générée serait la suivante :

Montant de la pension alimentaire	5 000 €
Tranche marginale	30 %
Économie d'impôts	1 500€

Sources: WeSave

Il peut s'agir d'un versement financier ou de la prise en charge de frais en nature (éléments nécessaires à la vie : nourriture, logement, habillement, frais de santé, frais de maison de retraite etc.).

Pour bénéficier de la déduction, il faut pouvoir prouver, en cas de contrôle ultérieur par l'administration, le versement effectif de la pension ou des dépenses (historique des virements, des factures...) ainsi que l'état de besoin du bénéficiaire.

Par ailleurs, en principe, la pension alimentaire perçue par l'ascendant bénéficiaire sera imposable

pour le bénéficiaire. Toutefois, l'ascendant ne sera pas imposable s'il se trouve dans une maison de retraite ou un hôpital, qu'il dispose de très faibles ressources et que les frais de pension ou d'hospitalisation sont réglés directement par ses enfants ou petits-enfants.

Le don

Il est aussi possible de procéder à des dons manuels de sommes d'argent en faveur d'un parent ou d'un grand parent.

Ce dernier bénéficiera d'un abattement de 100 000 € et des tranches basses du barème en ligne directe.

Rappel du barème donation en ligne ascendante :

Tranches (après abattement)	Taux
Jusqu'à 8 072 €	5 %
au dessus de 8 072 € et jusqu'à 12 109 €	10 %
au dessus de 12 109 € et jusqu'à 15 932 €	15 %
au dessus de 15 932 € et jusqu'à 552 324 €	20 %
au dessus de 552 324 € et jusqu'à 902 838 €	30 %
au dessus de 902 838 € et jusqu'à 1 805 677 €	40 %
Au-delà de 1 805 677 €	45 %

Sources: WeSave

Le prêt familial

Le prêt familial peut être une solution si l'enfant souhaite aider un proche temporairement, sans appauvrissement ou dessaisissement définitif.

L'écrit est conseillé (obligatoire au-dessus de 1500 €), car il permet de fixer tous les détails : durée, taux d'intérêt, modalités de remboursement (périodicité, mode de paiement), garanties éventuelles, sort du prêt en cas de décès du prêteur ou de l'emprunteur.

Méthode 2 : l'approche logement

Il est aussi possible d'aider un ascendant pour son hébergement. Plusieurs solutions sont possibles :

- Accueillir l'ascendant à son domicile (Déduction d'une pension alimentaire possible sous conditions de justifier des ressources insuffisantes de l'ascendant)
- Mettre à disposition gratuitement un logement
- Louer un logement à son ascendant (Un contrat de location doit alors être mise en place)

Méthode 3 : l'approche revenus réguliers

Il est possible de donner à un ascendant un bien immobilier ou mobilier qui lui procure des revenus pendant une période déterminée.

Donation d'un contrat de capitalisation

La donation d'un contrat de capitalisation permettra par exemple à l'ascendant de percevoir les intérêts. Si celle-ci est faite en usufruit (temporaire ou viager selon les circonstances), l'enfant conservera la nue-propriété du bien et deviendra de nouveau plein propriétaire sans frais au terme du démembrement prévu. Une convention de démembrement définissant les droits et devoirs de chacun sera préconisée, notamment pour que l'enfant puisse continuer à gérer les actifs du contrat.

Donation d'un immeuble locatif

La donation d'un immeuble locatif peut être intéressante pour permettre à un proche de percevoir les loyers. Il est possible de faire cette donation en pleine propriété ou en usufruit. Généralement, la donation en usufruit sera plus intéressante pour éviter que l'enfant soit taxé au décès sur un bien transmis préalablement (s'il est héritier de l'ascendant).

L'option pour la donation d'usufruit temporaire peut être intéressante fiscalement pour l'enfant qui est soumis à l'IFI. Ce transfert temporaire de l'usufruit permet de diminuer l'assiette de l'impôt sur la fortune immobilière en sortant l'usufruit du patrimoine. Mais attention, le logement ne doit pas être soumis à un dispositif de défiscalisation et des droits de donation devront être acquittés sur la valeur fiscale de l'usufruit (compte tenu de la durée prévue de la donation, soit 23 % si l'usufruit est donné pour une durée inférieure à 10 ans).

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

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.