

L'Éclairéur



N°76

SOMMAIRE

02
L'éclairage du
gérant

17
Vues des actifs

14
Le point marchés
financiers

19
Nos vues tactiques
et stratégiques

16
Le point macro
économie

20
Pour aller plus
loin

Excès de vitesse ?

Le tête-à-queue des marchés financiers est spectaculaire : en dérapage incontrôlé en 2022, ils accélèrent en revanche brutalement en ce début d'année. Comment justifier une telle embardée ? Les trajectoires de performance en cours sont-elles tenables sur la durée ? Ne faut-il pas craindre un prochain arrêt au stand des marchés ?

L'ABS fonctionne !

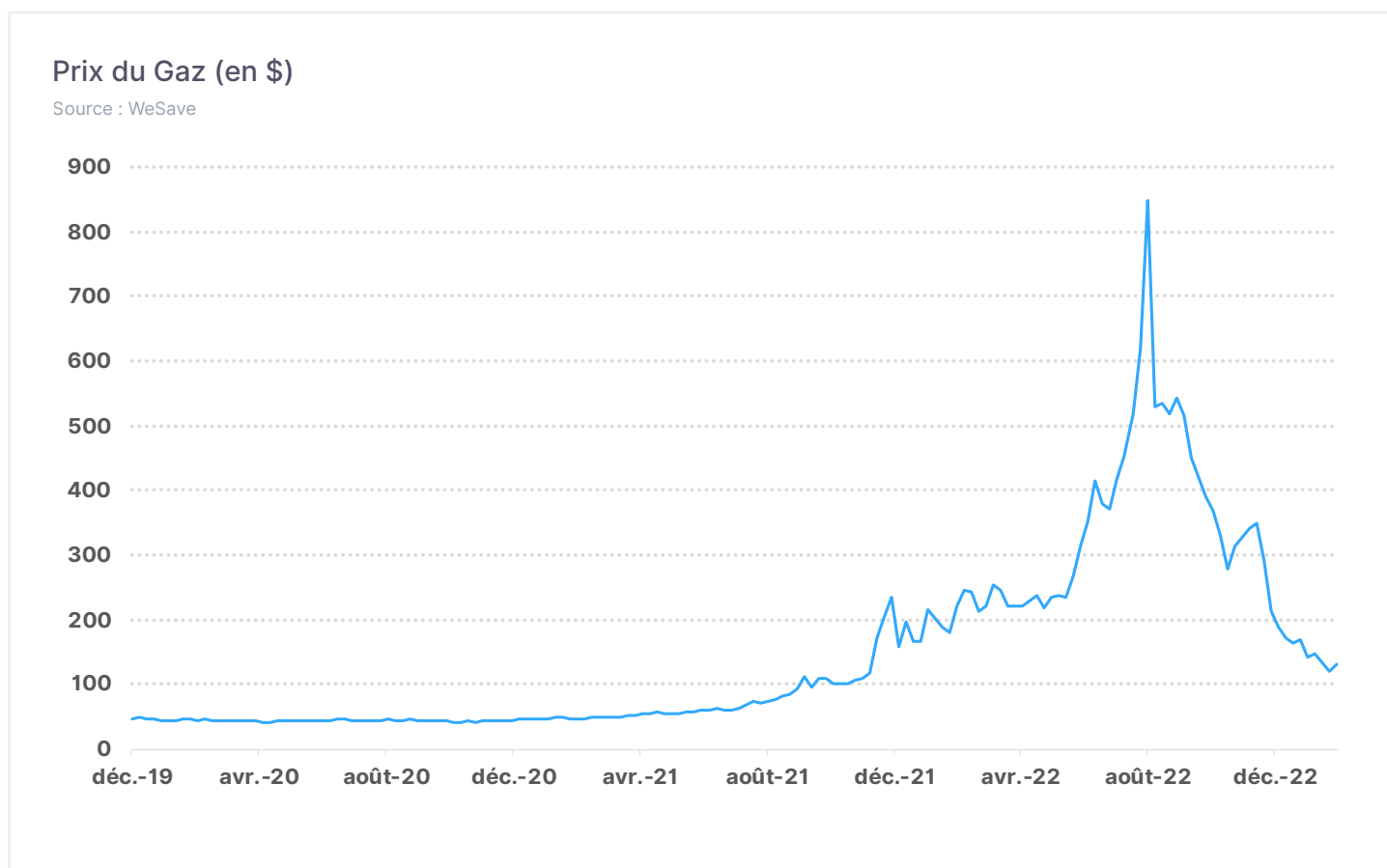
L'« ABS » est le système de sécurité empêchant les roues de se bloquer lors de la phase de freinage, et permettant de garder la maîtrise du véhicule. Alors que la plupart des investisseurs et stratèges craignaient une inévitable sortie de route de nos économies en 2023, le freinage semble finalement plutôt maîtrisé, et il paraît même désormais possible de maintenir une trajectoire de croissance durant l'année. Plusieurs facteurs contribuent à cette thèse :

Une météo favorable.

Le stress majeur pour l'économie européenne était que la zone pouvait manquer d'énergie, notamment de gaz, si l'hiver avait été rude. La clémence de la météo a finalement écarté cette menace de pénurie qui aurait contraint certains secteurs ou entreprises énergivores à fermer des sites de production : la croissance économique de la zone sera donc meilleure qu'on pouvait le craindre. Mieux encore, partant de niveaux de stocks énergétiques encore élevés, leur reconstitution pour l'hiver prochain semble a priori acquise, bien que les prix à payer

puissent de nouveau monter par rapport aux cours actuels. Il conviendra en effet de rester vigilant car, qui dit croissance économique plus soutenue dit aussi une consommation énergétique plus intense, alors même que la production mondiale peut rester aléatoire (cf. décisions du cartel de l'OPEP+, de possibles tensions géostratégiques...) : l'équilibre offre-demande reste précaire.

Alors que la plupart des investisseurs et stratèges craignaient une inévitable sortie de route de nos économies en 2023, le freinage semble finalement plutôt maîtrisé, et il paraît même désormais possible de maintenir une trajectoire de croissance durant l'année.



Un système d'injection particulièrement performant.

Les États ont parfaitement absorbé, grâce à des soutiens budgétaires massifs, les impacts immédiats des hausses de coût de l'énergie sur le budget des ménages et des entreprises. Ces boucliers énergétiques ont certes été efficaces, mais cela a contraint les gouvernements, déjà très endettés par la crise sanitaire de la COVID, à contracter de nouveaux emprunts : on parle généralement d'injections budgétaires de 3% à 4% du PIB, et même près de 7% du PIB de l'orthodoxe Allemagne ! La facture de ce choc n'est pas effacée, mais elle sera diluée et étalée dans le temps. Cela aura toutefois permis de sauvegarder le tissu industriel et d'atténuer le choc de confiance sur les ménages et les dirigeants d'entreprise. Préserver la croissance nationale est, en fin de compte, le meilleur moyen de pouvoir rembourser ses dettes dans le futur !

La facture de ce choc n'est pas effacée, mais elle sera diluée et étalée dans le temps. Cela aura toutefois permis de sauvegarder le tissu industriel et d'atténuer le choc de confiance sur les ménages et les dirigeants d'entreprise. Préserver la croissance nationale est, en fin de compte, le meilleur moyen de pouvoir rembourser ses dettes dans le futur !

Une spectaculaire maniabilité.

Les perfusions financières des États ont été décisives pour préserver la croissance économique, mais il ne faut pas sous-estimer les efforts de sobriété réalisés en parallèle par les ménages et par les entreprises. Leur capacité d'adaptation à un environnement hostile a une fois encore surpris tous les observateurs, sachant que la COVID les avait toutefois préalablement placés en mode « survie ». Pour illustrer cette capacité d'adaptation, l'Allemagne a par exemple été capable de construire en urgence, en moins d'un an, pas moins de 4 usines de gaz naturel liquéfié, là où 3 à 4 années sont normalement nécessaires, ouvrant ainsi la voie à de nouveaux circuits d'approvisionnement internationaux. De même, en un an, la consommation de gaz en Europe a chuté de 10% à 20% selon les pays ! Ce choc énergétique a ainsi contraint les entreprises à remettre à plat leurs processus de production et leurs circuits d'approvisionnements et, ces transformations étant durables, les économies et les gains de compétitivité ainsi réalisés amélioreront leurs bénéfices futurs et leur capacité d'investissement ! En fin de compte, bien que douloureuses, les crises cassent les routines et incitent à accélérer l'innovation et à réaliser des gains de productivité.

Un ravitaillement opportun.

En 2022, la stratégie zéro COVID chinoise a indéniablement pénalisé la croissance économique du pays et, par extension, celle du monde entier. Fort de sa réélection, mais aussi probablement inquiet de certaines manifestations virulentes à son encontre, Xi Jinping a brutalement décidé la réouverture sanitaire complète du pays. À l'instar de ce qui a été observé précédemment dans le reste du monde, la consommation des ménages chinois devrait s'envoler cette année, par effet de « revanche », mais aussi parce qu'un énorme surcroît d'épargne n'a pu être dépensé durant presque 2 ans (on l'estime

à 2600 Mds \$, à comparer aux 2900 Mds \$ du PIB de la France par exemple) ! Après +3% en 2022, la croissance économique chinoise attendue pour 2023 est de +5,2%, et elle pourrait être encore révisée favorablement. Les services (voyages, restaurants...) seront particulièrement sollicités durant cette phase de redémarrage économique. Cette réouverture de l'économie devrait aussi restaurer un fonctionnement enfin normal des usines et des circuits logistiques dans le pays, d'où moins de risques de pénurie de produits finis ou de composants, soulageant les multinationales dépendant de la Chine. Enfin, parce que la croissance mondiale est actuellement désynchronisée, la reprise chinoise compensera providentiellement le tassement en cours des États-Unis et de l'Europe, avant que ces derniers ne retrouvent à leur tour une dynamique plus favorable en 2024.

“ Pour illustrer cette capacité d'adaptation, l'Allemagne a par exemple été capable de construire en urgence, en moins d'un an, pas moins de 4 usines de gaz naturel liquéfié, là où 3 à 4 années sont normalement nécessaires, ouvrant ainsi la voie à de nouveaux circuits d'approvisionnement internationaux. De même, en un an, la consommation de gaz en Europe a chuté de 10% à 20% selon les pays !

Croissance économique et inflation (en %)

Source : WeSave

	PIB			Inflation		
	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e
Monde	3,4	2,4	2,9	8,8	5,3	3,6
Pays développés	2,7	0,7	1,4	8,5	5,3	2,9
Zone Euro	3,3	0,4	1,2	8,4	5,5	2,4
Emergents	4	4,1	4,4	5,1	5,8	4,3
Allemagne	1,9	0	1,3	8,6	6,1	2,7
Chine	3	5,2	5	2	2,4	2,3
Etats-Unis	2,1	0,7	1,2	8	4	2,5
France	2,5	0,5	1,2	5,9	4,9	2,3
Italie	3,8	0,5	1	8,7	6,5	2,2
Japon	1,1	1,2	1	2,5	2,1	1,2
Royaume-Uni	4,1	-0,7	0,9	9,1	6,7	2,4

Le passage au frein moteur ?

Le frein moteur est le mode de freinage grâce auquel un véhicule est ralenti par l'inertie du moteur : pas la peine alors d'utiliser la pédale de frein. L'inquiétude majeure depuis 2 ans a été l'intensité inédite de l'inflation, d'abord du fait des désordres sur la production et la logistique provoqués par la COVID, puis par le choc sur les matières premières causé par le conflit en Ukraine. Les Banques centrales n'avaient pas d'autre choix que d'engager un très brutal processus de durcissement monétaire ayant pour but de freiner délibérément les économies par le renchérissement du coût du crédit. Ce processus semble approcher de son terme.

La FED en pole position.

Comme toujours, les États-Unis ont un temps d'avance sur le cycle européen. Même si les données

d'inflation restent bien au-delà de l'objectif théorique de 2% de la Banque centrale américaine (FED), le pic d'inflation est clairement déjà atteint aux États-Unis et l'apaisement de celle-ci se confirme désormais mois après mois. Il est par ailleurs déjà acquis que cette dynamique va persister, la contribution de deux poids lourds de l'inflation américaine régressant : les prix de l'énergie poursuivent leur dégrèglement sur un an glissant, et ceux de l'immobilier vont nécessairement reculer durant les prochains mois, du fait de leur mode de calcul spécifique. Pour la FED, l'inflation devient donc graduellement moins préoccupante que son second mandat, à savoir la croissance économique. La plupart des indicateurs d'activité (manufacturier et immobilier notamment) signalent en effet déjà un ralentissement important. Toutefois, même en cas de récession (2 trimestres consécutifs de baisse du PIB), le tassement économique semble voué à être de faible durée ou intensité. En effet, l'investissement national reste solide, et surtout le pays peut s'appuyer sur la spectaculaire résistance de son marché de l'emploi : il y a près de 2 emplois vacants pour 1 personne en

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

recherche d'emploi, soit un déficit national de 4 millions d'employés ! En dépit du tassement économique en cours, les entreprises sont alors réticentes à se séparer d'un personnel qualifié qu'il serait difficile de réembaucher plus tard : de façon très atypique, ce ralentissement économique ne s'accompagne pas d'une remontée du chômage. La consommation représentant près des 2/3 du PIB américain, et avec un consommateur en situation de force pour négocier son salaire ou confiant dans sa capacité à (re)trouver un emploi, il y a donc un amortisseur important face au risque de dégradation de la conjoncture américaine. Dans un tel contexte, et contrairement aux anticipations probablement trop optimistes des marchés envisageant une baisse des taux directeurs américains durant la seconde moitié de l'année, le statu quo monétaire imminent de la FED devrait plutôt se prolonger jusqu'en 2024. Il n'est en fin de compte

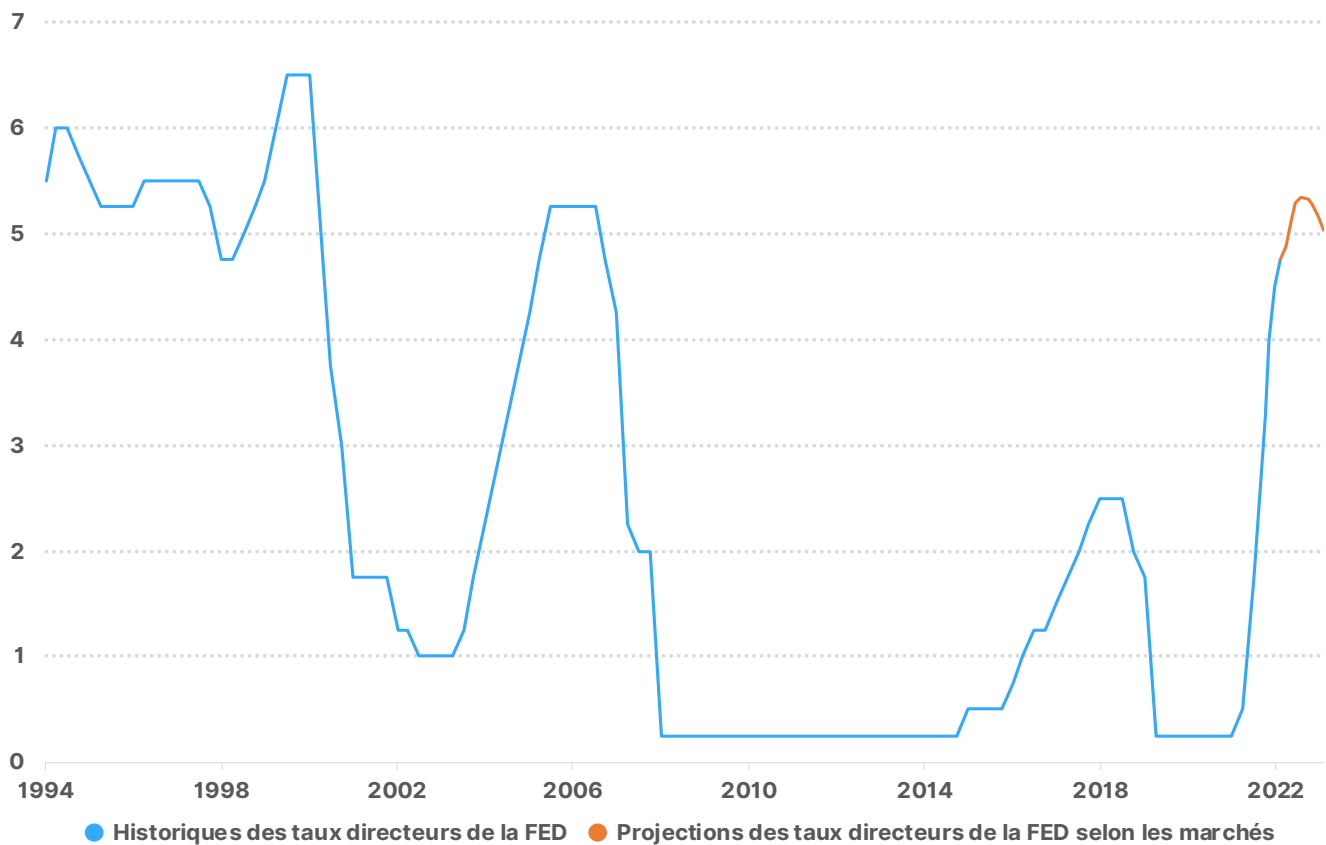
pas exclu qu'elle parvienne au tant espéré atterrissage en douceur de l'économie, en dépit d'une agressivité rare dans sa lutte contre l'inflation.

“

En dépit du tassement économique en cours, les entreprises sont alors réticentes à se séparer d'un personnel qualifié qu'il serait difficile de réembaucher plus tard

Taux directeurs de la FED

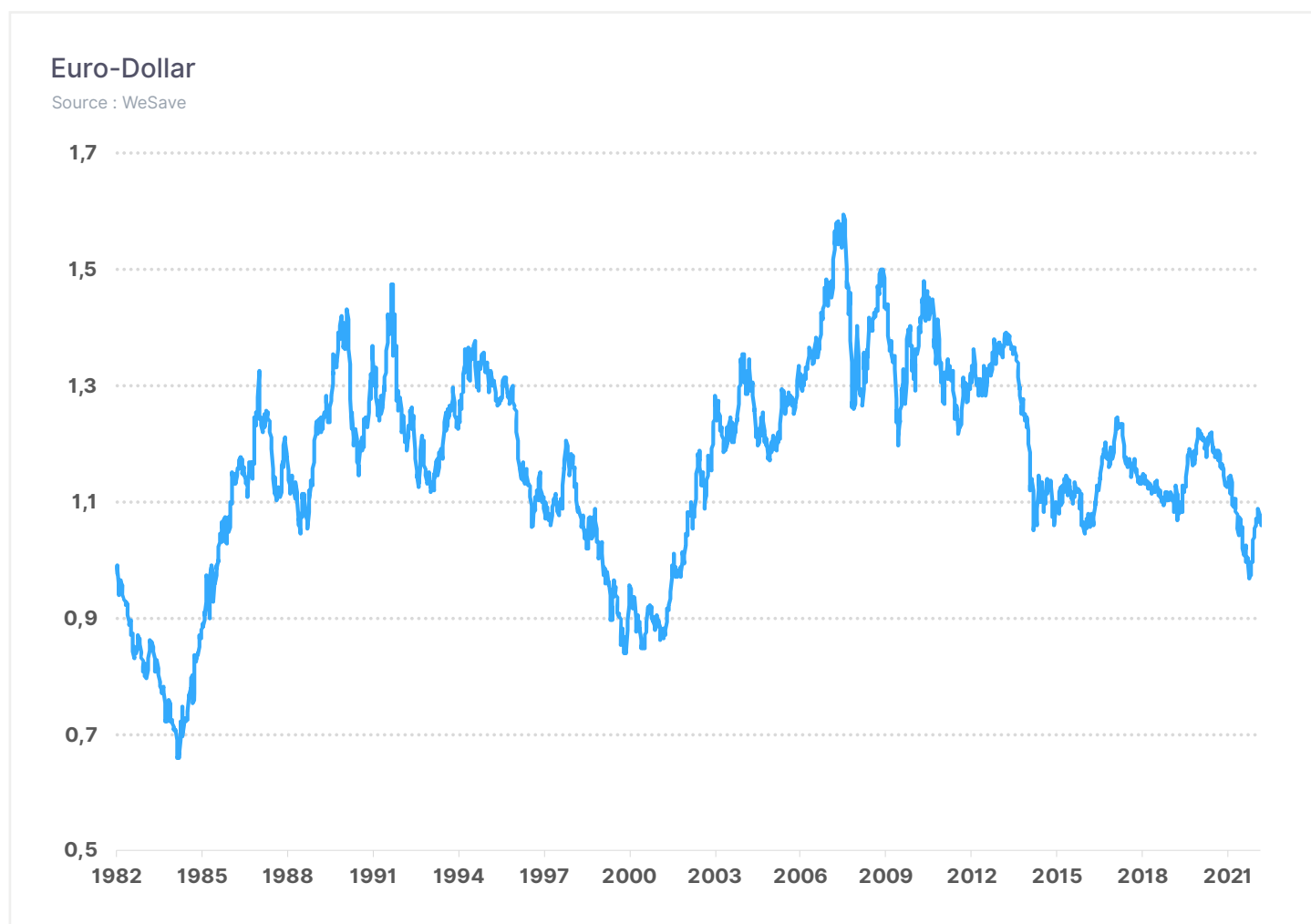
Source : WeSave



La BCE, dans l'aspiration de la FED.

Lors de sa réunion de février, la Banque centrale européenne (BCE) a laissé entendre qu'à l'instar de la FED, elle aussi observait un peu moins de pressions inflationnistes, ce qui a été interprété par les investisseurs comme un éventuel « pivot » monétaire : le rythme de hausse des taux directeurs pourrait diminuer prochainement. La BCE reste toutefois sur la réserve, l'inflation européenne étant bien plus dépendante que celle des États-Unis des fluctuations de prix de l'énergie, puisque les États-Unis en sont, eux, des producteurs majeurs ! Par ailleurs, les négociations salariales en Europe étant moins fréquentes (annuelles ou biennales généralement) qu'aux États-Unis, les impacts des récentes négociations ne sont donc

pas forcément bien intégrés dans les dernières statistiques d'inflation européenne. Parmi les facteurs très importants militant en revanche en faveur d'une politique monétaire moins restrictive, il faut souligner la contribution désormais plus favorable des parités des devises. Le Dollar reste la principale devise de facturation internationale et, lorsqu'il s'apprécie face à l'Euro, c'est d'autant plus d'inflation importée pour la zone ! En 2022, l'Euro avait reculé durant l'année de -5,9% face au Dollar, avec même un décrochage extrême à -15,6% en septembre, mais il a repris +10,5% depuis cette date : les pressions inflationnistes diminuent donc de nouveau en Europe et dans la plupart des pays du monde. Toutes choses étant égales par ailleurs, tant que la BCE gardera approximativement un semestre de « retard » sur la politique monétaire de la FED, l'Euro devrait rester ferme face au Dollar.



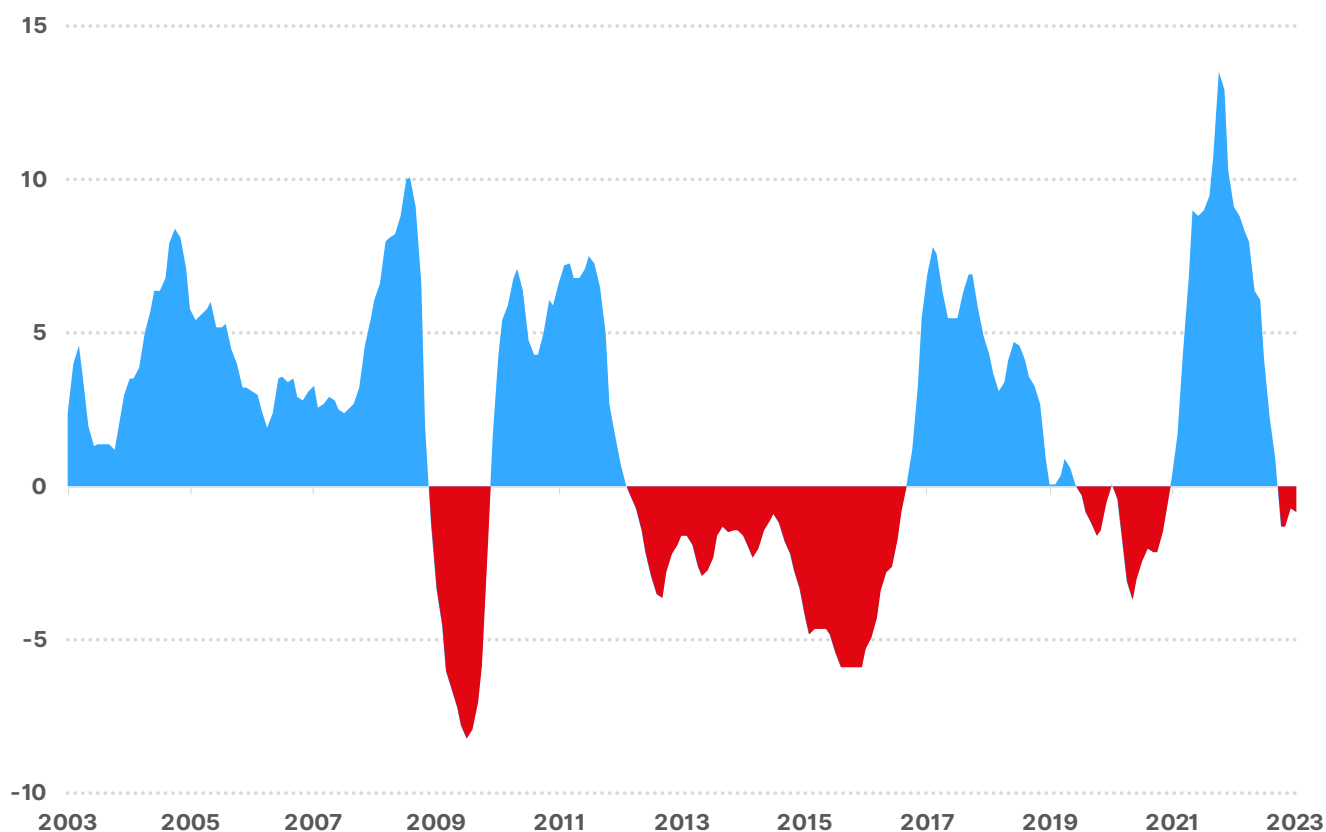
L'outsider chinois pourrait-il jouer les trouble-fête ?

La reprise économique chinoise est une excellente nouvelle pour la croissance mondiale, mais ne pourrait-elle pas avoir un revers : relancer l'inflation ? En premier lieu, même avec l'impulsion chinoise envisagée cette année, la croissance économique mondiale restera modeste en 2023 (2,4% selon le consensus), et inférieure au rythme d'avant COVID, ce qui signifie que, sauf choc géopolitique additionnel, les prix des matières premières ne devraient pas fortement accélérer. De plus, parce que les entreprises chinoises fonctionnaient finalement relativement normalement l'an dernier malgré les contraintes sanitaires (les employés étant souvent confinés au sein même de leurs entreprises !), le surcroît de consommation de matières

premières chinoises devrait rester modéré. Par ailleurs, bien que bénéficiant de certains assouplissements réglementaires ou financiers récents, le secteur de la construction chinois n'est pas autant stimulé que par le passé, et c'est un facteur majeur de détermination des prix des matières premières. À ce stade, les indices de prix à la production continuent de baisser en Chine, et le Yuan a plutôt perdu de sa force relative face aux autres devises depuis un an : les importations en provenance de Chine sont alors plutôt une source de désinflation pour le reste du monde. Enfin, des stocks de précaution et des couvertures financières ont été généralement constitués par les entreprises et par les pays, de façon à éviter d'être de nouveau confrontés au stress de 2022 : la reprise économique chinoise ne s'accompagnera alors pas nécessairement d'une forte remontée de l'inflation dans le monde !

Indice des prix à la production en Chine (en %)

Source : WeSave



Du rétroviseur au pare-brise...

À l'opposé complet de l'an passé, le contexte semble de nouveau plutôt favorable pour une exposition aux marchés puisque l'inflation décélère et que la croissance économique, après une pause en 2023, est vouée à accélérer l'an prochain. Pour autant, les trajectoires boursières en cours semblent difficilement soutenables : si le rythme des 2 premiers mois de l'année était maintenu, CAC40 progresserait de +104% sur l'ensemble de l'année ! Est-il alors toujours opportun d'investir ou bien faut-il au contraire se méfier de l'emballement de la bourse et des valorisations ?

La propulsion reste vigoureuse.

Pour l'investisseur de long terme, les impulsions fondamentales sont favorablement orientées, l'investissement des États et des entreprises étant voué à être intense durant les prochaines années ou décennies. Les grands chocs récents ont en effet mis en évidence l'urgence d'investir dans la santé, la défense, l'éducation, les énergies nouvelles, les infrastructures énergétiques, les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle, les matières premières critiques... Pour chacun de ces points, la question de la souveraineté est (re)devenue une priorité des gouvernements, nécessitant des investissements majeurs. Parce qu'il est impossible aux États d'effectuer tous ces investissements par eux-mêmes, ils seront souvent les donneurs d'ordres du secteur privé, les partenariats public-privé seront intensifiés, diverses bonifications de taux d'emprunt ou incitations fiscales permettront d'orienter les capitaux privés vers ces projets... C'est donc un cycle d'investissement durable qui s'annonce, et de très multiples secteurs en seront les bénéficiaires directs ou indirects. En parallèle, la

démographie devrait profiter à la consommation. Le vieillissement de la population, mais aussi certains freins à l'immigration, conduisent aujourd'hui à une pénurie généralisée de la main-d'œuvre disponible : les entreprises doivent de ce fait courtiser les candidats potentiels et dorloter leurs employés. La situation financière des employés devrait être soutenue par ce rapport de force favorable, et leur crainte du chômage devrait s'estomper, d'où une disposition résiliente à consommer. Par ailleurs, la population âgée bénéficie d'un pouvoir d'achat conséquent puisqu'ayant déjà réalisé les grandes dépenses de la vie (immobilier...) : c'est là encore un facteur structurel de soutien à la consommation. La croissance des prochaines années s'annonce donc équilibrée entre consommation et investissement.

Pour l'investisseur de long terme, les impulsions fondamentales sont favorablement orientées, l'investissement des États et des entreprises étant voué à être intense durant les prochaines années ou décennies. Les grands chocs récents ont en effet mis en évidence l'urgence d'investir dans la santé, la défense, l'éducation, les énergies nouvelles, les infrastructures énergétiques, les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle, les matières premières critiques...

Le régulateur de vitesse est-il un frein ?

Pour s'exprimer pleinement, l'investissement et la consommation ont besoin d'un coût du crédit restant abordable. La politique monétaire restrictive en cours n'est-elle pas alors un obstacle fort ? Durant la COVID, les entreprises craignant tout simplement de faire faillite, leur priorité a été de préserver à tout prix leur trésorerie, d'où des situations bilantielles aujourd'hui souvent solides. Par ailleurs, les États, sous formes de garanties, et les Banques centrales, par le bas niveau des taux d'intérêts, ont permis aux entreprises de se (re)financer dans des conditions exceptionnellement avantageuses et d'allonger significativement la maturité de leurs dettes. Les premiers remboursements significatifs dus de ces emprunts étant souvent pour 2025 ou au-delà, les hausses de taux d'intérêt actuelles affectent

encore modérément nos économies. De plus, les échéances de remboursement étant souvent étalées dans le temps, une fraction seulement de la dette est pénalisée par les niveaux actuels des taux. À titre d'illustration, l'Etat français a un coût moyen historique de sa dette de 1,95% et une échéance moyenne de 9 ans; ce n'est donc qu'1/9 de la dette arrivant à échéance cette année qui devra être refinancée au taux courant de 3,11%. Pour autant, les nouveaux projets d'investissement se finançant avec les taux d'intérêts actuels (cf. immobilier...), les politiques monétaires pénalisent tout de même la croissance : le stock de dette est modérément affecté par les hausses de taux, mais les nouveaux flux le sont en revanche entièrement ! Petit rappel, l'important pour tout emprunteur est le taux d'intérêt réel qu'il doit payer, autrement dit celui dont on déduit l'inflation et, à ce stade, les taux réels restent négatifs !

Structure de la dette de certains pays

Source : WeSave

	Allemagne	États-Unis	France	Italie	Japon	Royaume-Uni
Dette (en Mds \$)	1 129	17 887	2 339	2 216	2 443	2 089
Dette/PIB	69%	129%	113%	151%	262%	97%
Échéance moyenne (années)	9,7	7,5	9,0	7,5	4,8	14,1
Taux d'intérêt moyen historique	2,20%	2,00%	1,95%	2,52%	0,25%	2,18%
Taux d'intérêt à 10 ans actuel	2,65%	3,99%	3,11%	4,46%	0,50%	3,82%
Différence de coût	0,45%	1,99%	1,16%	1,94%	0,25%	1,64%

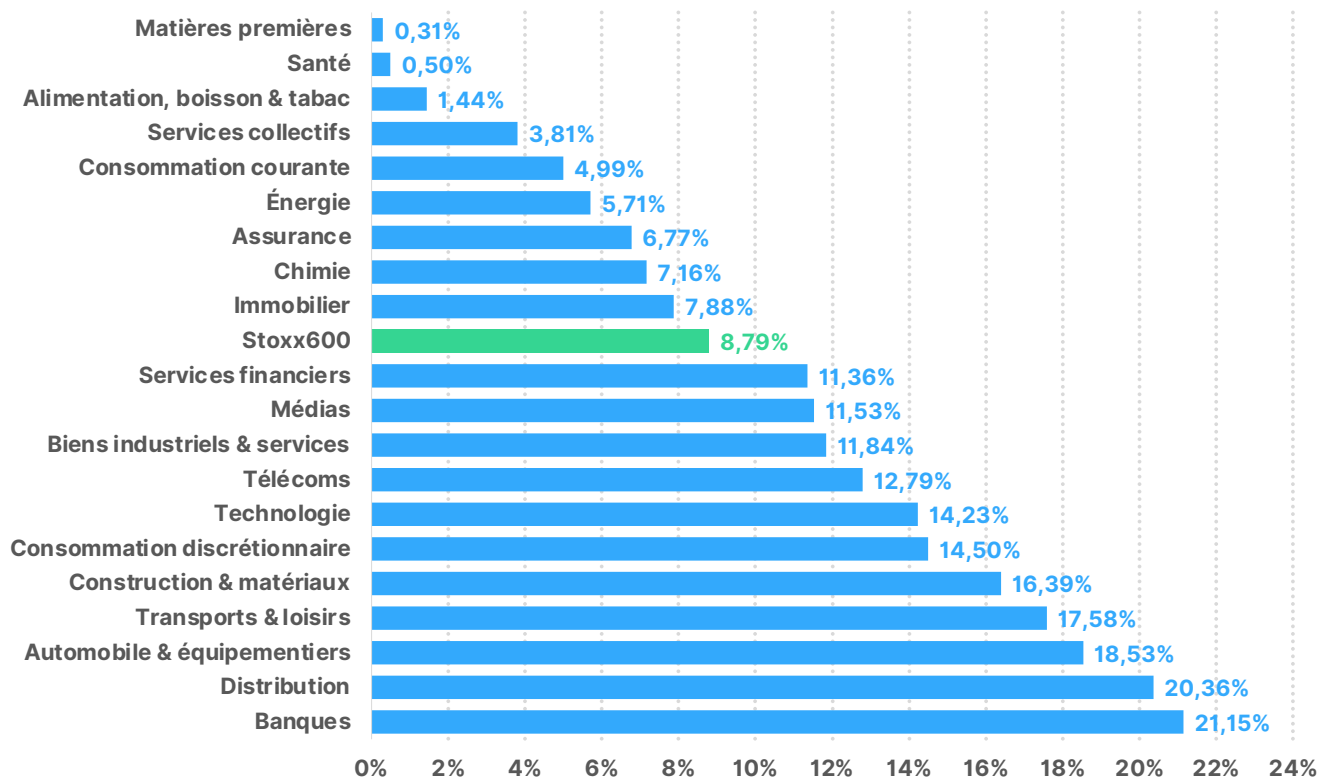
Rester vigilant quant aux indications données par les compteurs !

Les fondamentaux sont donc plutôt favorables, mais ne sont-ils pas déjà intégrés par les niveaux de valorisation actuels ? Il est difficile de déterminer avec précision l'agenda de décélération de l'inflation, tout comme celui de la reprise économique à venir, et donc la réaction exacte à venir des Banques centrales, mais c'est à l'évidence le sens de l'histoire, et les investisseurs semblent prêts à passer outre ces aléas de court terme. Les résultats des sociétés restent majoritairement supérieurs aux attentes des investisseurs, et les discours prudents des dirigeants d'entreprise quant à leurs perspectives relèvent du pragmatisme plutôt qu'ils ne signalent

Il est difficile de déterminer avec précision l'agenda de décélération de l'inflation, tout comme celui de la reprise économique à venir, et donc la réaction exacte à venir des Banques centrales, mais c'est à l'évidence le sens de l'histoire, et les investisseurs semblent prêts à passer outre ces aléas de court terme.

Performance des secteurs du Stoxx600 européen en 2023, dividendes réinvestis

Source : WeSave



une anxiété particulière. Pour illustrer cela, les annonces de rachats de leurs propres actions par les entreprises sont historiquement élevées, signalant un certain confort en termes de trésorerie, mais aussi que la valorisation boursière de ces titres n'est pas excessive ! Les chiffres d'affaires et les marges bénéficiaires vont souvent se contracter, certes, mais partant tous les deux de niveaux historiquement élevés, ce n'est donc pas nécessairement inquiétant. Par ailleurs, il faut noter que si les bénéfices avaient progressé en moyenne de 15%-20% en 2022, les marchés ont pourtant perdu 10%-15% dans le même temps : les difficultés d'activité de 2023 ont donc été déjà en bonne partie intégrées par la bourse dès l'an dernier. Pour beaucoup d'investisseurs professionnels, le stress est désormais moins celui de surpayer éventuellement des perspectives futures encore sujettes à caution, que de rater la hausse en cours après avoir encaissé de fortes baisses en 2022, car les clients ne le leur pardonneraient pas ! Les couvertures financières, le cash détenu en portefeuille (surtout quand s'y ajoutent des souscriptions additionnelles !), ou encore les biais sectoriels souvent très (trop ?) défensifs coûtent très cher en relatif en ce début d'année, et ce positionnement est désormais une source de stress plutôt que de confort. Pour ces investisseurs, chaque recul des marchés, même modéré, est donc mis à profit pour acheter, en particulier les thématiques ou sociétés délaissées l'an dernier : les marchés sont actuellement bien plus guidés par les flux financiers que par les valorisations.

Quelle stratégie de course adopter ?

Obligations :

Le rendement de la classe d'actifs est de nouveau attrayant dans une allocation diversifiée. Les incertitudes résiduelles quant aux politiques

monétaires à venir (quel top exact pour les taux directeurs et quelle durée de maintien des taux à ces sommets ?) entretiennent toutefois la volatilité à court terme sur le marché obligataire. Dans la mesure où la croissance économique est vouée à accélérer dans 1 an, le risque de défaut de paiement des émetteurs d'obligations diminue. Les obligations d'entreprise, y compris celles à haut rendement car plus risquées, nous paraissent pouvoir être privilégiées par rapport aux obligations des États, ces dernières ayant des rendements moins élevés et pouvant, de plus, être pénalisées par les nécessaires levées de capitaux des gouvernements pour financer leurs déficits.



Les chiffres d'affaires et les marges bénéficiaires vont souvent se contracter, certes, mais partant tous les deux de niveaux historiquement élevés, ce n'est donc pas nécessairement inquiétant. Par ailleurs, il faut noter que si les bénéfices avaient progressé en moyenne de 15%-20% en 2022, les marchés ont pourtant perdu 10%-15% dans le même temps : les difficultés d'activité de 2023 ont donc été déjà en bonne partie intégrées par la bourse dès l'an dernier.

Actions :

Le cycle de long terme semble favorable pour les actions, puisque s'appuyant sur une dynamique équilibrée entre investissement des États et des entreprises d'un côté et consommation des ménages de l'autre. Paradoxalement, malgré la croissance qui ralentit et l'inflation encore élevée, l'inquiétude pour beaucoup d'entreprises n'est pas tant l'état de leur carnet de commande, mais de ne pas être en mesure de produire suffisamment, ce qui est plutôt rassurant pour la tenue de leurs bénéfices. Les flux acheteurs des investisseurs « retardataires » en ce début d'année semblant loin d'être épuisés au vu des volumes traités sur les marchés, la hausse pourrait donc se poursuivre. Les grandes multinationales bénéficiant d'un meilleur « pricing power » (capacité à imposer leurs conditions aux fournisseurs, aux employés et aux clients) que les petites entreprises, elles nous semblent devoir être favorisées dans les portefeuilles. À ce stade, nous privilégions dans nos allocations un équilibre entre valeurs de croissance, représentées plus particulièrement par les entreprises américaines, et les valeurs décotées bénéficiant indirectement de la reprise chinoise, via une surpondération sur les actions européennes. Les entreprises à forts dividendes offrent un peu moins d'attrait à ce stade puisque les obligations en sont désormais une alternative crédible. Les dynamiques de rachats d'actions et de fusions et acquisitions pourraient contribuer à soutenir, elles aussi, la performance des actions en 2023. Si les dynamiques en cours persistent, il conviendra toutefois de prendre des bénéfices à l'approche de l'été.

Matières premières :

Le cycle de long terme sur les matières premières est favorable puisque soutenu par une demande solide, mais aussi par de multiples difficultés à produire (contraintes écologiques pour trouver

les financements ou les sites pour exploiter ces ressources, mais aussi les énormes délais pour créer de nouveaux sites opérationnels). La croissance économique étant amenée à plutôt accélérer en fin d'année ou en 2024, la surpondération des matières premières se justifiera a priori d'autant plus à partir de l'été. Parce que très dépendante de la situation géopolitique dans le monde, mais aussi des aléas météorologiques, il faut s'attendre à avoir encore beaucoup de volatilité sur cette classe d'actifs.

Pour conclure, il nous semble utile de rappeler ce propos d'Henry Ford, pouvant parfaitement s'appliquer aux marchés financiers actuellement : « Quand tout semble être contre vous, souvenez-vous que l'avion décolle face au vent, et non avec lui ! »

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

Performance historique du CAC40 avec ou sans dividendes réinvestis

Le CAC40, principal indice des actions françaises, est caractérisé par le fait que les dividendes versés par les entreprises ne sont pas réintégrés dans les prix de l'indice, et donc dans sa performance.

La performance du CAC40 hors dividendes depuis la fin 1987 est de 627%, quand celle de l'indice réintégrant les dividendes est de 2036%.

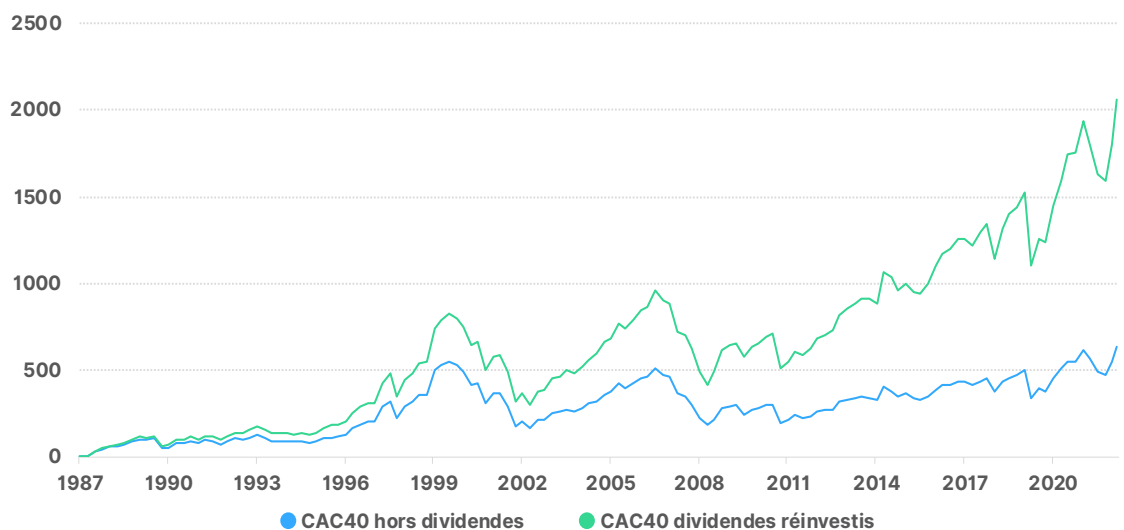
La performance annualisée de ces deux versions du CAC40 est respectivement de +5,81% et de +9,09%, soit une différence de 3,28%.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Lorsqu'on investit sur les actions, les dividendes font partie intégrante des revenus et de la performance. Le dividende est la récompense versée par l'entreprise à ses actionnaires pour leur confiance et leur fidélité. L'annonce d'une hausse ou d'une baisse du dividende est un signal fort envoyé par l'entreprise aux marchés financiers. L'épargnant touchant un dividende peut disposer librement de ces capitaux : cela peut être une rente, un complément de revenu, mais cela peut aussi être réinvesti. Se pose alors la question de savoir si le réinvestissement se fait sur la même entreprise ou indice, ou sur un tout autre support d'épargne. Les ETF ont la même caractéristique que le CAC40 : certains réinvestissent automatiquement les dividendes reçus et d'autres laissent le choix à l'épargnant de disposer librement de cette somme.

Performance historique du CAC40 avec ou sans dividendes réinvestis (en %).

Source : WeSave



Évolution de l'inflation et des marchés d'actions aux États-Unis

Entre 1950 à 1990, les fluctuations de l'indice des prix à la consommation américains ont connu de fréquentes variations importantes, avec même un pic à 14,8% en 1980.

En moyenne sur cette période, les prix à la consommation américains ont progressé de +4,3%.

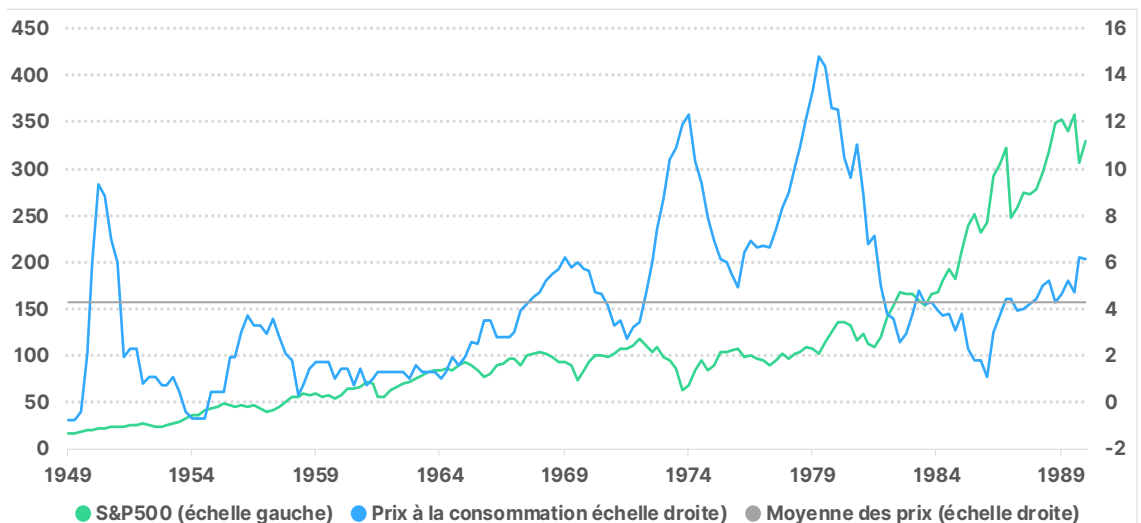
Dans le même temps, le principal indice des actions américaines, le S&P500, a réalisé une performance annualisée de +12,07%, ce calcul intégrant les dividendes détachés par les sociétés.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Les investisseurs s'inquiètent des conséquences d'une inflation qui serait structurellement plus forte que durant les dernières années, et qui pourrait pénaliser les marchés. La transition énergétique, la relocalisation d'activités vers les pays développés, la pénurie d'employés... pourraient provoquer un surcroît d'inflation durant les prochaines années. Les Banques centrales ont aujourd'hui une cible d'inflation théorique de 2%, mais cette dernière pourrait être revue à la hausse puisque ces phénomènes sont structurels et non pas conjoncturels. Les actions ne sont pas pénalisées par plus d'inflation puisque l'inflation traduit la hausse des prix que font passer les entreprises, profitant donc à leurs chiffres d'affaires et bénéfices. L'important est que les anticipations d'inflation des agents économiques soient stables !

Évolution de l'inflation et des marchés d'actions aux États-Unis entre 1950 et 1990

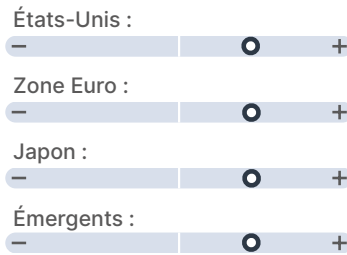
Source : WeSave



ACTIONS



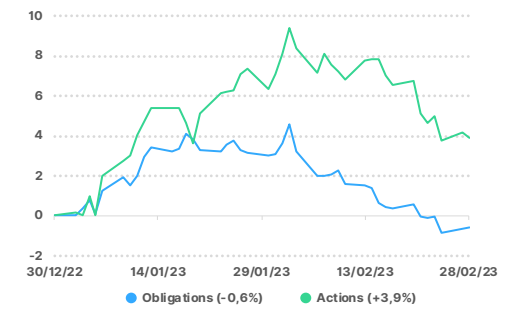
Sous-pondéré Sur-pondéré



Après un mois de janvier en très forte hausse, les marchés d'actions poursuivent leur progression en février, mais à un rythme moins soutenu. Les statistiques économiques militent pour une croissance plus forte que ce que l'on pouvait craindre en fin d'année 2022, mais cela implique que l'inflation pourrait être aussi plus persistante, et que les Banques centrales pourraient devoir durcir plus fortement et plus longtemps leurs politiques monétaires. Ceci explique pourquoi les marchés obligataires reculent

Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Source : WeSave

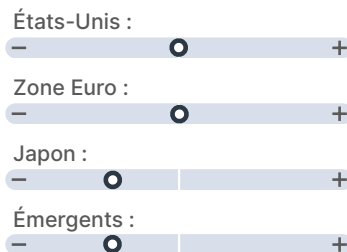


quand les actions, elles, progressent. Cette tension des rendements obligataires a une conséquence principale : pénaliser en relatif les actions de croissance ("growth") par rapport aux entreprises décotées ("value"). Parce que nous restons constructifs quant aux perspectives d'investissement des États et des entreprises, nous maintenons notre surpondération sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



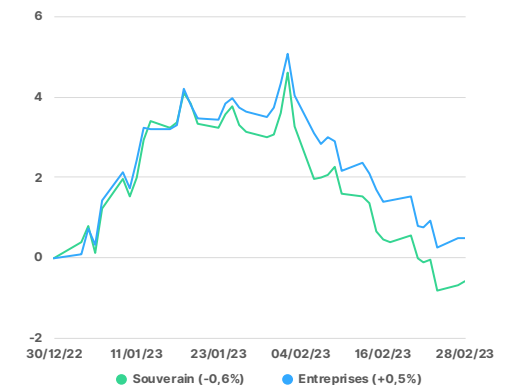
Sous-pondéré Sur-pondéré



En janvier, les obligations avaient fortement progressé, les statistiques d'inflation laissant augurer un repli plus fort et plus rapide des prix, d'où les espoirs de politiques monétaires à venir plus accommodantes. En février, même si les statistiques continuent de montrer la poursuite du repli de l'inflation, ce mouvement s'explique essentiellement par l'évolution des prix de l'énergie. La baisse de l'inflation "cœur", donc retraitée de l'énergie et de l'agroalimentaire, étant moins bien orientée, les banquiers centraux les plus "orthodoxes" militent de nouveau en faveur

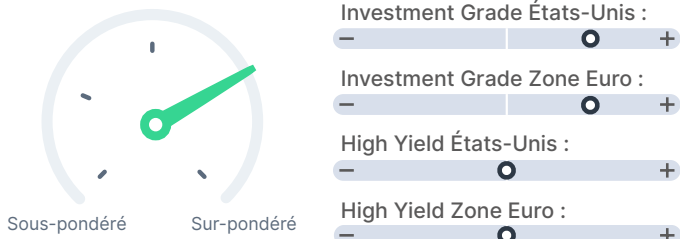
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Source : WeSave



de durcissements monétaires importants et prolongés dans le temps. Toutes les classes d'actifs obligataires ont souffert de ce changement de perspective monétaire. Nous maintenons une allocation neutre sur cette classe d'actif, privilégiant plutôt les rendements plus élevés des obligations d'entreprises.

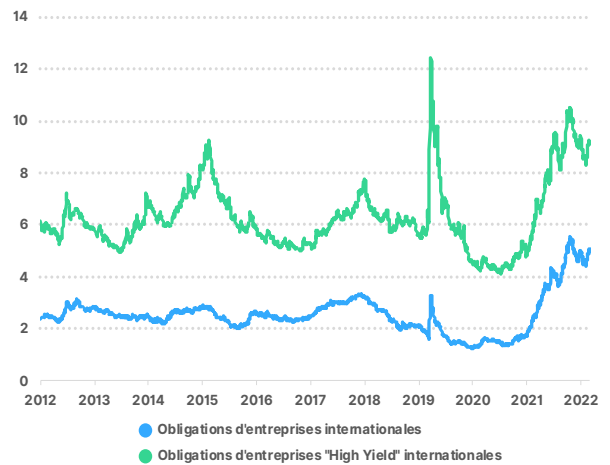
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Les obligations d'entreprises sont prises entre deux dynamiques contraires. La première, défavorable mais la plus importante, est l'influence des statistiques d'inflation sur les politiques monétaires : les dernières données font craindre que les Banques centrales soient contraintes de maintenir une pression forte et surtout durable sur les niveaux de taux d'intérêts afin de freiner l'inflation en cours. La seconde, bénéfique, est que les perspectives de croissance économique s'améliorent et qu'en conséquence les risques de défauts de paiements des émetteurs d'obligations diminuent. Ce second facteur explique pourquoi les obligations

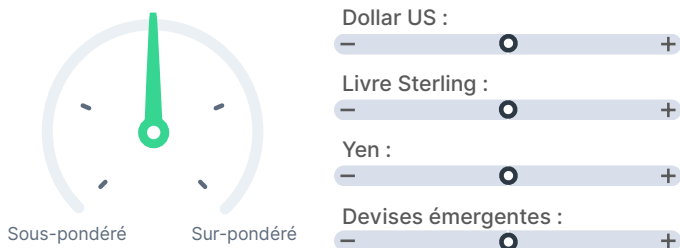
Rendements des obligations d'entreprises dans le monde (en %)

Source : WeSave



d'entreprises les moins bien notées (i.e. le High Yield) affichent une performance relative favorable cette année. Le couple rendement-risque nous semble justifier de rester surpondérés actuellement sur les obligations d'entreprises.

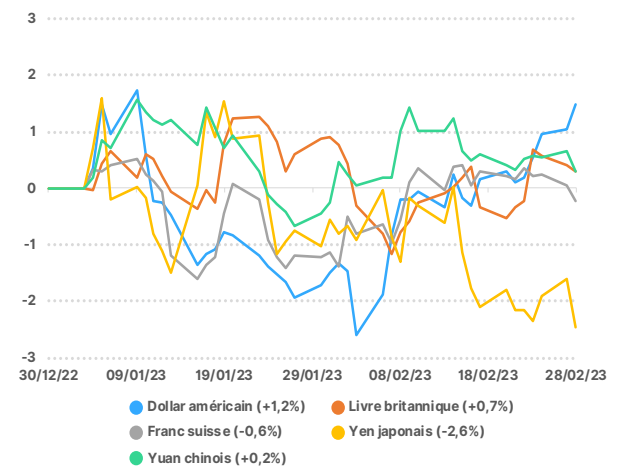
DEVISES



Après une année 2022 où les fluctuations de devises avaient été extrêmement fortes, ce début d'année semble plus apaisé. Les politiques monétaires internationales ne sont pas coordonnées (cf. incertitude persistante au Japon par exemple), mais elles sont désormais plus convergentes, atténuant les tentations d'arbitrages financiers entre taux d'intérêts des différentes zones. Par ailleurs, l'appétit pour le risque des investisseurs est plus fort que l'an dernier, ce qui fait que les devises réputées "refuge" ne sont plus aussi attrayantes, les investisseurs déployant de nouveau leurs capitaux à travers le monde entier.

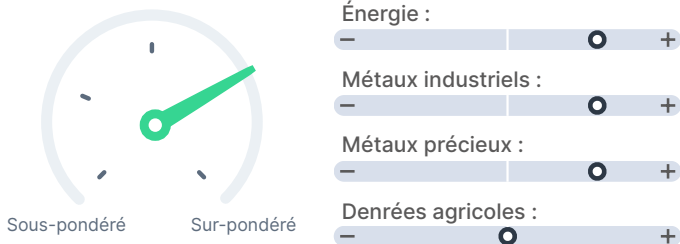
Performance des grandes devises face à l'Euro (en %)

Source : WeSave



Une moindre volatilité des devises est une excellente nouvelle pour les directeurs financiers des entreprises, car cela améliore la prévisibilité des chiffres d'affaires et des bénéfices. Pour les allocations d'actifs, il convient de rester vigilant quant à ce facteur.

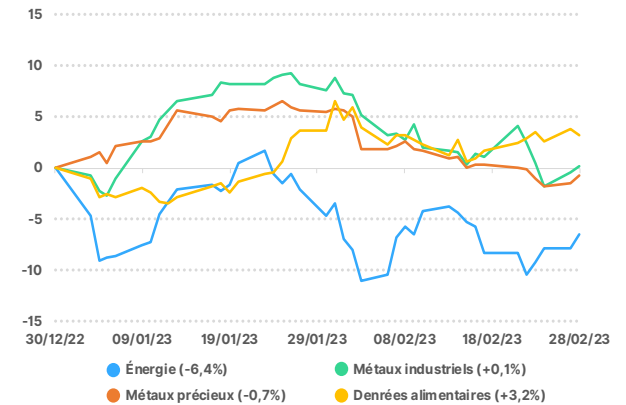
MATIÈRES PREMIÈRES



Les fluctuations restent très fortes sur les matières premières en ce début d'année. Cette forte volatilité persistante s'explique notamment par les incertitudes entourant le rythme et l'ampleur de la réouverture sanitaire chinoise, et son impact sur la croissance mondiale. De plus, l'incertitude persiste quant à l'état des stocks chinois en amont de cette annonce. Par ailleurs, la moindre dynamique du secteur de la construction dans le monde affecte significativement les prix de l'énergie et des métaux industriels. Le dollar étant moins fort vis-à-vis des autres devises,

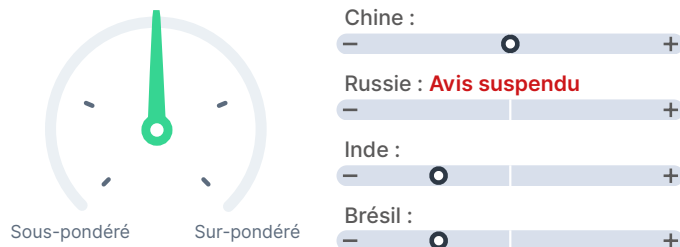
Performance des indices de matières premières (en %)

Source : WeSave



les industriels du monde entier retrouvent du pouvoir d'achat, ce qui pourrait contribuer à soutenir les prix des matières premières. Il nous semble qu'un cycle de long terme favorable aux matières premières est amorcé, c'est pourquoi nous maintenons notre surpondération sur cet actif.

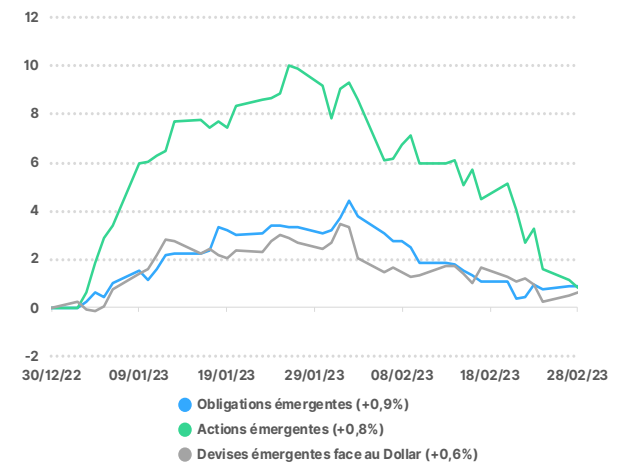
ÉMERGENTS



Après un mois de janvier favorable pour les actifs émergents, le mois de février a vu s'éroder graduellement les performances des actions et des obligations de ces zones. Comme en 2022, les changements d'anticipations des investisseurs à l'égard de la politique monétaire de la FED influencent beaucoup les parités entre devises et, lorsque le Dollar s'apprécie, les actifs émergents perdent de leur attrait relatif, ce qui s'est confirmé une fois encore en février. Par ailleurs, les espoirs placés dans la réouverture sanitaire chinoise demandent à être confirmés

Performances des actifs émergents (en %)

Source : WeSave

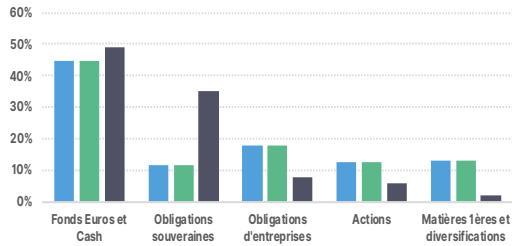


dans les statistiques économiques, et les effets sur l'inflation de cette reprise d'activité sont, eux aussi, incertains. À ce stade, nous continuons de privilégier dans nos allocations une exposition plutôt indirecte aux émergents, via leurs principaux partenaires occidentaux.

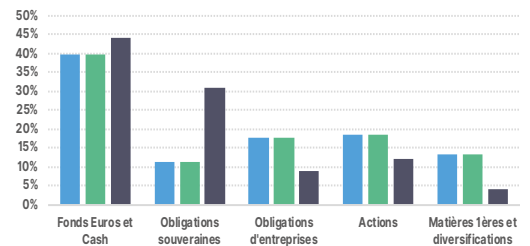
Comparatifs d'allocations entre février 2023, mars 2023 et la stratégie long terme.

■ Mar 2023 ■ Fév 2023 ■ Allocation long-terme

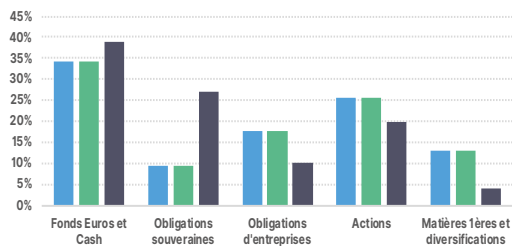
Profil 1 - Prudent



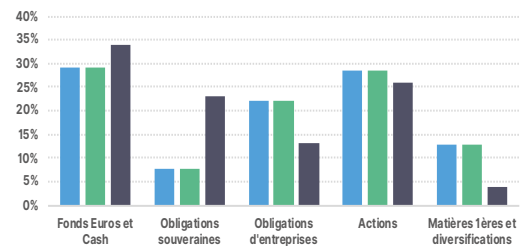
Profil 2 - Prudent



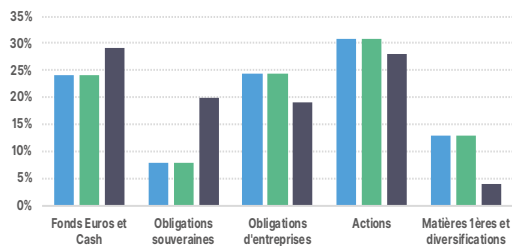
Profil 3 - Défensif



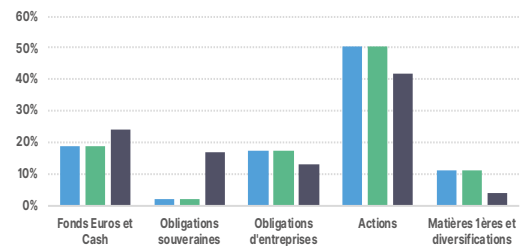
Profil 4 - Défensif



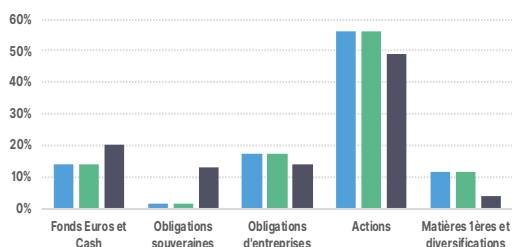
Profil 5 - Équilibré



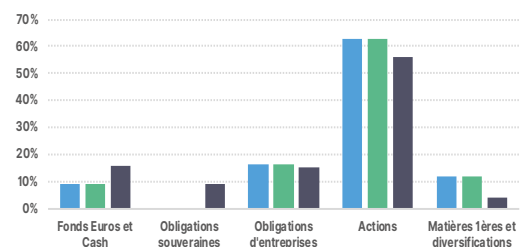
Profil 6 - Équilibré



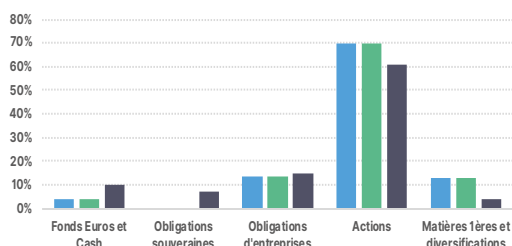
Profil 7 - Offensif



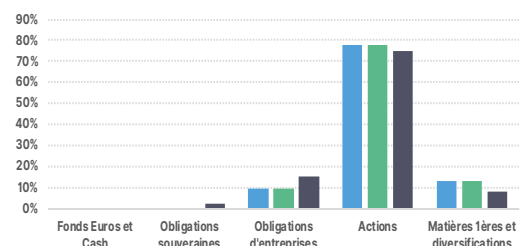
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Bien appréhender la notion de volatilité

En matière de placements, votre conseiller vous parle souvent de la volatilité. De quoi s'agit-il ? Que savoir avant toute décision d'investissement ?

Le terme « volatilité » peut signifier deux choses différentes en finance et il convient de bien comprendre cette différence pour ne pas se tromper dans l'interprétation. La première définition est la volatilité dite « historique », exprimée en pourcentage et annualisée, elle est calculée à partir d'un historique de rendements (même si la méthode peut être améliorée par des choix statistiques) et reflète donc le niveau de volatilité/stress passé. C'est la méthode la plus souvent utilisée pour présenter à un investisseur le niveau de risque de ses investissements.

La seconde approche est la volatilité dite « implicite », exprimée en points, elle représente le niveau de volatilité qui est attendu sur les marchés dans un certain nombre de mois. C'est donc alors une approche prospective. La volatilité implicite tient son nom de la méthode utilisée pour la calculer.

En effet, elle ne s'appuie pas sur des rendements historiques mais sur la valeur d'un paramètre, utilisé pour calculer le prix des options (instruments financiers permettant d'avoir le droit d'acheter/vendre un titre à une date donnée et à un prix donné). Le VIX (marché américain, le S&P500) ou le VSTOXX (marché européen l'EuroStoxx50) sont les indices de volatilité

implicite les plus connus, permettant d'avoir une estimation du niveau de volatilité anticipée par les marchés financiers dans 3 mois.

Quel lien avec les rendements de mon contrat ?

Il y a ce que l'on nomme une corrélation négative forte entre la volatilité implicite et les marchés d'actions. Sur les marchés

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

d'actions, lorsque la volatilité des marchés augmente, le prix des actions diminue - et vice versa.

Le jour de la rédaction de cet article, la volatilité implicite est à 18,69. Voici quelques repères pour analyser la situation :

- **Moyenne du VIX depuis 1 an : 25.64**
- **Moyenne du VIX depuis sa création : 18.49**
- **Point le plus haut depuis sa création : 80.86 (le 20 novembre 2008)**
- **Point le plus bas depuis sa création : 9.31 (le 22 décembre 1993)**

On peut donc conclure sans trop d'hésitation que nous observons un niveau de stress sur les marchés d'actions américaines très faible (18% de perte depuis le début d'année pour le VIX), ce qui se traduit par une hausse des actions américains de 6% pour le SP500 et de plus de 12% depuis le début de l'année pour le Nasdaq.

Une mesure de risque facilement quantifiable par le SRI.

Les actions fluctuent plus ou moins selon les incertitudes des investisseurs sur l'avenir de la société cotée.

Les placements collectifs (fonds et Sicav), plus ou moins investis en actions, fluctuent également. Mais ils sont généralement moins risqués que les actions car un portefeuille diversifié sur plusieurs titres fluctue moins que chacun de ces titres. Leur volatilité, mesurée par la variation moyenne de sa valeur sur les 5 dernières années, est évaluée généralement pour les fonds et Sicav sur une échelle, appelée « échelle de rendement et de risque », allant de 1 à 7. Les fonds notés 7, généralement des fonds

d'actions, sont les plus volatils ; cela signifie que leurs variations de prix, à la hausse ou à la baisse, peuvent être fortes et entamer le capital investi à tout moment.

SRRI	Volatilité cible
1	Volatilité inférieure à 0,5%
2	Volatilité comprise entre 0,5% et 2%
3	Volatilité comprise entre 2% et 5%
4	Volatilité comprise entre 5% et 10%
5	Volatilité comprise entre 10% et 15%
6	Volatilité comprise entre 15% et 25%
7	Volatilité supérieur à 25%

Enfin et pour faire un rapprochement avec vos cours de mathématiques, le concept de la volatilité est à approcher de la notion d'écart type.

Ainsi après avoir récupéré l'historique des variations d'un actif, le calcul de l'écart type peut se décomposer en plusieurs étapes :

- **On calcule la moyenne des variations de cet actif sur la durée totale de l'historique,**
- **Puis, pour chaque période, on détermine la différence entre le cours de clôture et cette moyenne que l'on met au carré,**
- **On somme tous ces résultats que l'on divise par le nombre de périodes,**
- **Et enfin on calcule la racine carrée de la valeur obtenue à l'étape précédente.**

A ce concept de volatilité, il faudra aussi tenir compte du concept de Max Drawdown qui est facilement

POUR ALLER PLUS LOIN

appréhensible par un investisseur privé.

Le Max drawdown, ou « perte successive maximale » mesure quant à lui la plus forte baisse dans la valeur d'un portefeuille. Sur une période donnée, il correspond à la perte maximale historique supportée par un investisseur qui aurait acheté au plus haut et revendu au plus bas. Il permet donc de voir facilement l'ampleur de la baisse qu'un portefeuille peut subir sur une période donnée.

Maintenant que nous avons expliqué les fondamentaux (et que cet article vous rappelle désormais les cours de M. Martin, votre ancien professeur), nous vous proposons de comparer nos profils les plus dynamiques au MSCI World, indice qui nous est régulièrement opposé.

Profil Agressif 2 (P10) WeSave	2022	3 ans	5 ans
Performances cumulées	-14,39%	17%	28,34%
Volatilité annualisée	13,80%	14,82%	13,01%
Perte maximale	-18,24%	-22,84%	-22,84%
MSCI World (Dividendes réinvestis)	2022	3 ans	5 ans
Performances cumulées	-17,95%	14,16%	32,38%
Volatilité annualisée	14,57%	18,45%	14,21%
Perte maximale	-27,43%	-33,77%	-33,77%

Source : Quantalys

Par ce biais, vous pouvez donc voir que comparer un indice 100% actions tel que le MSCI world et un portefeuille 80% ETFs actions et 20% ETFs diversifiés (Obligations, matières premières...) revient à comparer choux et carottes.

Chez WeSave, nous utilisons ces notions de volatilités pour piloter au mieux, dans la durée, le risque de vos contrats en fonction de votre profil de risque.



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 Prudential 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.