

L'ÉCLAIREUR



N°78

SOMMAIRE

02
L'éclairage du
gérant

17
Vues des actifs

15
Le point marchés
financiers

20
Nos vues tactiques
et stratégiques

16
Le point macro
économie

21
Pour aller plus
loin

Le maillon faible ?

Pour celles et ceux se contentant de consulter les indicateurs boursiers à chaque fin de mois, il est difficile d'imaginer qu'un violent choc bancaire a déstabilisé brutalement les marchés durant le mois de mars. La finance est-elle (re)devenue le maillon faible des économies ? Que s'est-il passé, comment se fait-il qu'un tel événement passe finalement presque inaperçu (cf. succession de records historiques du CAC40), faut-il craindre des répliques à l'avenir, et comment convient-il éventuellement d'allouer son épargne ?

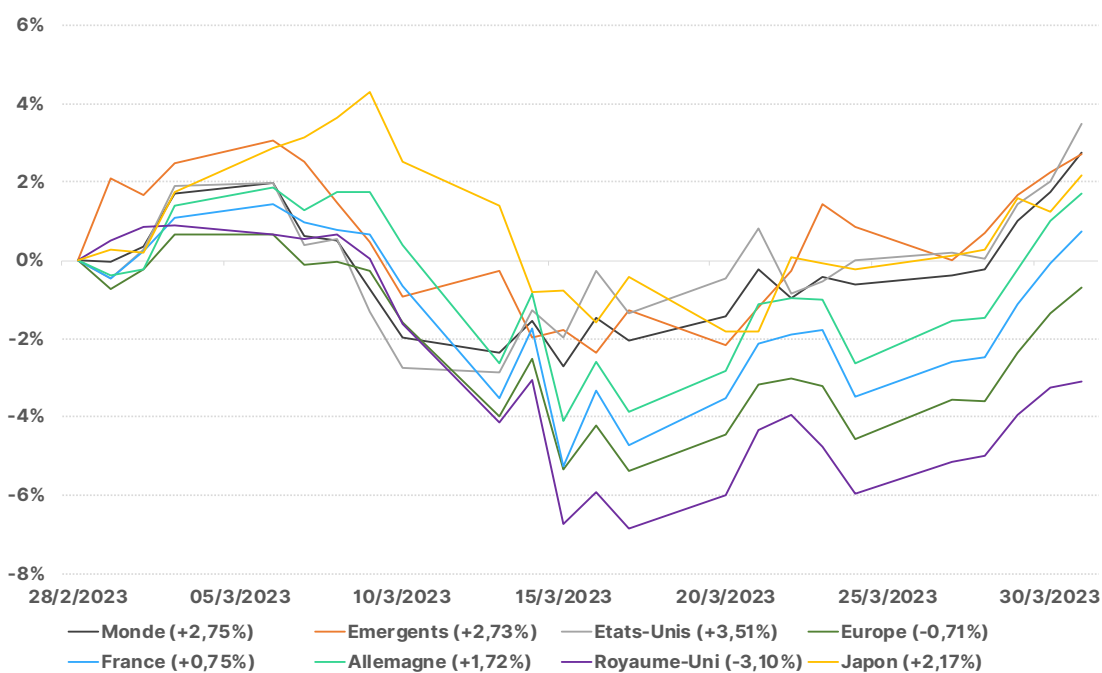
Un choc ... quel choc ?

En apparence, le niveau des actions semble avoir peu varié entre la fin février et la fin mars, avec même généralement des gains additionnels durant le mois. En réalité, les décrochages boursiers ont été

soudains, violents, mais toutefois très vite intégralement effacés grâce à la vitesse et à l'ampleur d'intervention des autorités. Les quelques stigmates identifiables de ce choc bancaire se manifestent néanmoins au travers d'une violente rotation sectorielle au sein des indices boursiers, du retour en grâce des obligations et de l'or, mais aussi celui de l'Euro face au Dollar.

Performance des actions en mars 2023 (en devise locale)

Sources : Refinitiv, WeSave



Evolution des grands indicateurs de marchés entre la fin février et fin mars, et sur l'année 2023

Sources : Refinitiv, WeSave

ACTIONS	Fin février	Fin mars	Ecart en %	Perf 2023 (en %)
MSCI Monde	629,02	646,31	2,75%	8,20%
MSCI Emergents	964,01	990,28	2,73%	2,16%
S&P500 (Etats-Unis)	3 970,15	4 109,31	3,51%	8,59%
Stoxx600 (Europe)	461,11	457,84	-0,71%	9,83%
CAC40 (France)	7 267,93	7 322,39	0,75%	15,72%
DAX (Allemagne)	15 365,14	15 628,84	1,72%	14,36%
FTSE100 (Royaume-Uni)	7 876,28	7 631,74	-3,10%	5,62%
Nikkei (Japon)	27 445,56	28 041,48	2,17%	10,58%
OBLIGATIONS	Fin février	Fin mars	Ecart rendement	Perf 2023 (en %)
10 ans américain	3,92	3,47	-0,45	3,48%
10 ans français	3,11	2,79	-0,32	2,87%
10 ans allemand	2,64	2,29	-0,35	2,21%
MATIÈRES PREMIÈRES	Fin février	Fin mars	Ecart en %	Perf 2023 (en %)
Indice CRB	269,83	267,72	-0,78%	-3,45%
Pétrole	82,46	79,69	-3,36%	-4,31%
Or	1 826,92	1 969,28	7,79%	9,10%
DEVISES	Fin février	Fin mars	Ecart en %	Perf 2023 (en %)
Euro-Dollar	1,0576	1,0839	2,49%	2,93%

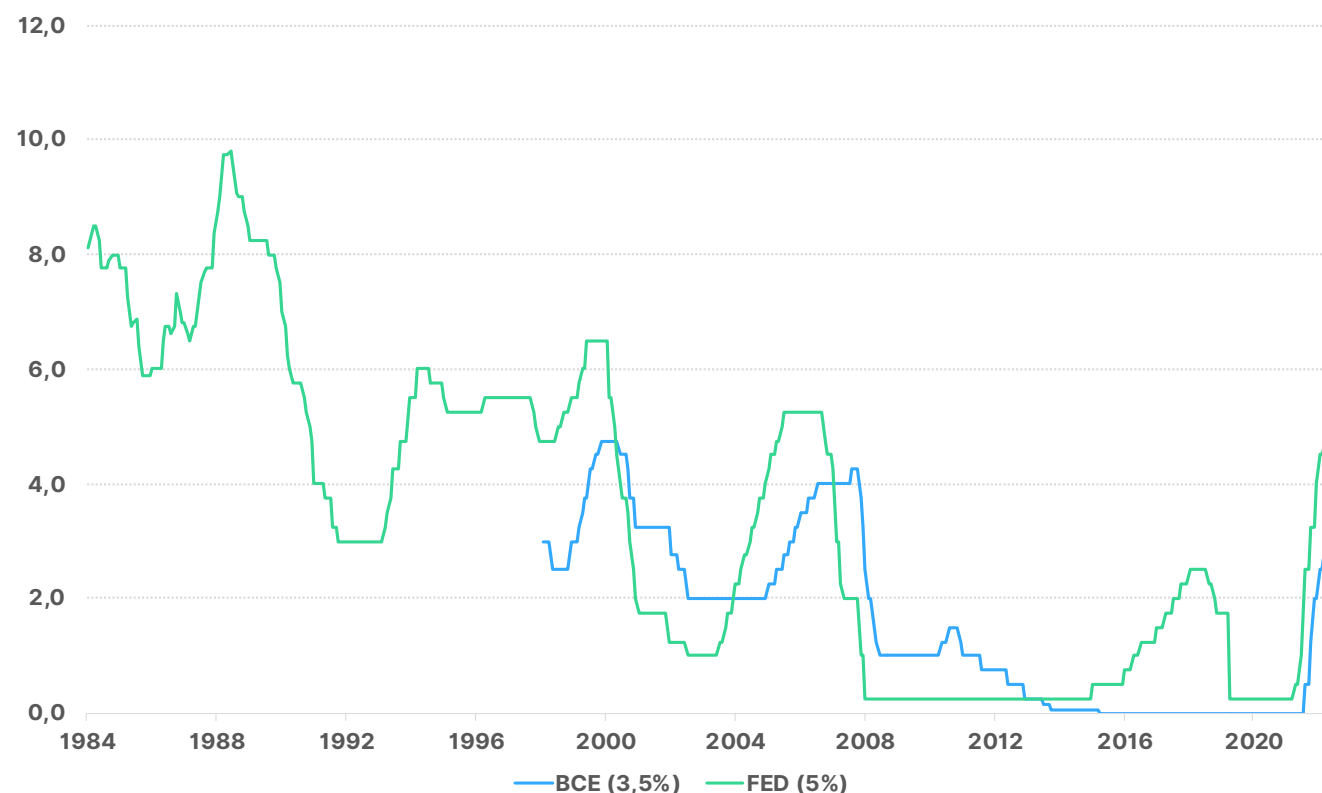
Quelques rappels :

Depuis 20 ans, les crises majeures se succèdent : « subprimes », défiance à l'égard des dettes des pays européens, Fukushima, Brexit, COVID, guerre en Ukraine. Face à des événements aussi exceptionnels que rapprochés, les Banques centrales n'ont eu d'autre choix que d'appuyer les soutiens budgétaires des États par des politiques monétaires extrêmement accommodantes : des taux directeurs de plus en plus bas, et des injections de cash dans l'économie au travers des achats d'obligations souveraines (i.e. les fameux « quantitative easings »). Cette longue phase d'« argent gratuit » a toutefois pris fin il y a 1 an, les banquiers centraux devant se résoudre à combattre la très forte inflation en cours. La crise sanitaire de la COVID a désorganisé en profondeur la production et la logistique à travers le monde entier, pendant

que l'épargne forcée durant cette période a dopé la consommation lorsque les confinements ont pu être levés. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande s'est logiquement traduit par un envol des prix, phénomène hélas brutalement accentué par la guerre en Ukraine et les pénuries de matières premières que cela a induit. Face à une inflation inédite depuis des décennies, les banquiers centraux ont été contraints de durcir violemment leurs politiques monétaires par une remontée spectaculaire des taux directeurs. L'objectif était clair : freiner l'accès au crédit des agents économiques, afin de tempérer la demande, et contribuer ainsi à restaurer l'équilibre entre l'offre et la demande. Les niveaux actuels des taux directeurs ayant déjà été observés par le passé sans pour autant provoquer à l'époque de choc bancaire, c'est alors du côté de la vitesse de ce durcissement monétaire et du contexte spécifique actuel qu'il faut porter son attention pour comprendre les événements récents.

Evolution des taux directeurs de la BCE et de la FED (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



« Cash is King ! »

Un ménage ou une entreprise, confronté à une forte inflation, voit son pouvoir d'achat érodé, sauf à bénéficier d'une dynamique de revenus encore plus forte. Parce qu'il est difficile de rivaliser avec une inflation à 2 chiffres, l'épargne des ménages, tout comme la trésorerie des entreprises, sont dès lors sollicitées pour compenser l'actuelle perte de pouvoir d'achat : les banques commerciales font de ce fait l'objet d'importants retraits de capitaux. En parallèle, la très forte remontée des taux directeurs par les Banques centrales a aussi fait prendre conscience de l'opportunité d'obtenir une juste rémunération du cash déposé en banque au travers de placements sur des fonds monétaires : c'est la 2nde source majeure de retraits de capitaux actuelle pour les banques. Ajoutons à cela que les évolutions technologiques permettent aujourd'hui, en seulement quelques clics, de transférer presque instantanément ses capitaux d'un compte à un autre ou d'une banque vers une autre. En temps normal, ces retraits de capitaux restent contenus et sont couverts par les « ratios de liquidités » de la banque, autrement dit la réserve de cash qu'elle a prévu à cet effet. Mais l'exemple récent de la faillite de la 16^{ème} banque américaine, la Silicon Valley Bank (SVB), montre que ce ratio peut aujourd'hui être complètement dépassé par les événements. La SVB disposait en fin d'année 2022 de 210 Mds \$ de dépôts par ses clients (patrimoine de dirigeants de la technologie américaine ou bien trésorerie d'entreprises du même secteur). Que ce soit par nécessité ou bien par défiance à l'égard de l'établissement, la veille de sa faillite, la SVB a fait l'objet de 40 Mds \$ de retraits de capitaux et, le jour de sa faillite, ce sont 100 Mds \$ de plus qui étaient programmés pour sortir de la banque. Même en étant très prudent quant à son ratio de liquidités, et sans même parler des montants impliqués, impossible pour le moindre établissement bancaire au monde de faire face au retrait des 2/3 de ses dépôts en seulement 2 jours ! En effet, pour se rémunérer, toute banque

emploie ses dépôts à accorder des prêts ou bien pour investir sur des supports financiers de plus ou moins long terme. Toutefois, casser ces placements avant leur échéance est parfois impossible, revient sinon à renoncer à leur rémunération, voire implique de consentir à des pertes en capital : c'est précisément ce qui s'est passé avec la SVB qui avait pourtant investi sur les obligations de l'État américain, donc un émetteur de 1^{er} ordre ! La réponse des autorités américaines a été proportionnelle à l'événement : des centaines de milliards de dollars ont été mis à la disposition des banques régionales confrontées au même phénomène que la SVB et, dans certains cas, les dépôts des clients ont même été garantis par les autorités pour éviter d'additionnels retraits en panique de capitaux (i.e. un « Bank Run »). La « liquidité » est donc aujourd'hui une préoccupation majeure !

La SVB disposait en fin d'année 2022 de 210 Mds \$ de dépôts par ses clients (patrimoine de dirigeants de la technologie américaine ou bien trésorerie d'entreprises du même secteur). Que ce soit par nécessité ou bien par défiance à l'égard de l'établissement, la veille de sa faillite, la SVB a fait l'objet de 40 Mds \$ de retraits de capitaux et, le jour de sa faillite, ce sont 100 Mds \$ de plus qui étaient programmés pour sortir de la banque.

Un simple problème de « liquidité », ou bien de « solvabilité » ?

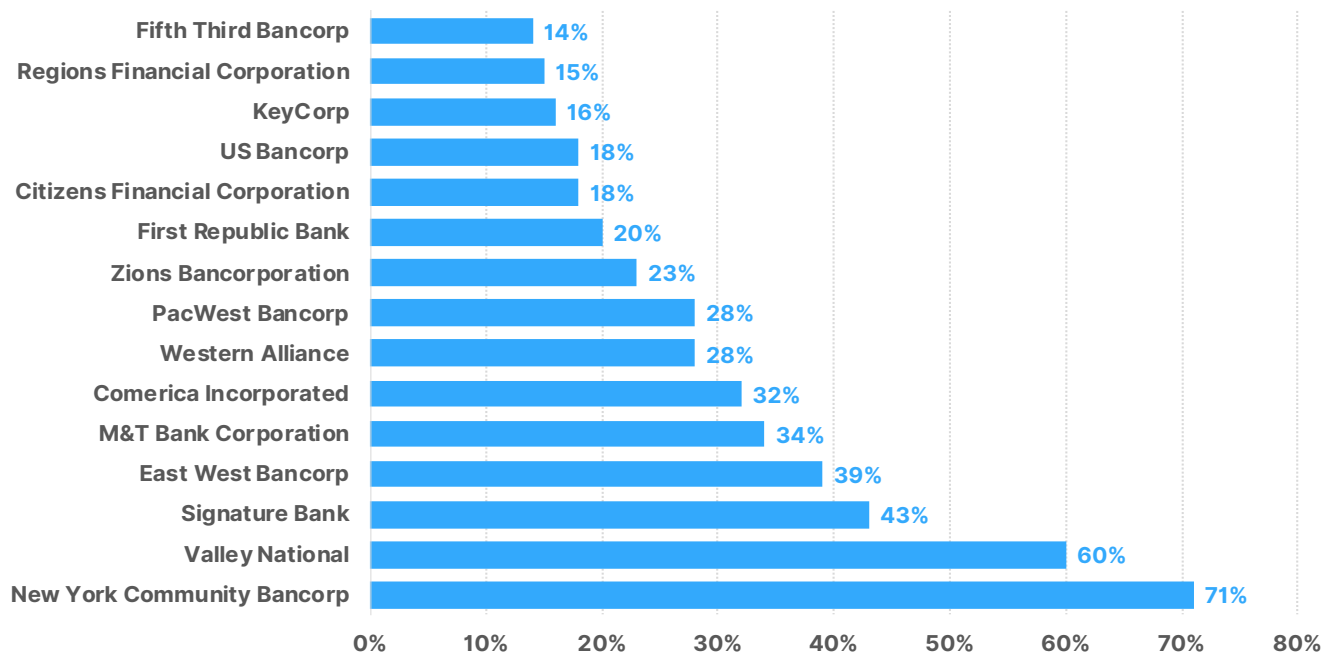
Il est essentiel de bien distinguer les 2 notions que sont la liquidité et la solvabilité. La solvabilité mesure la qualité du patrimoine détenu, retraité des dettes y étant attachées. La liquidité mesure l'état du cash disponible instantanément. Un particulier peut par exemple détenir un patrimoine très important avec des biens immobiliers, des toiles de maître... sans pour autant disposer du cash nécessaire pour s'acquitter de ses impôts, et il peut lui falloir beaucoup de temps pour vendre l'un ou l'autre dans de bonnes conditions financières ! Si la SVB avait pu conserver jusqu'à leur échéance les obligations de l'État américain qu'elle avait acquis, sa solvabilité serait restée confortable, son problème étant un manque de liquidités disponibles ! Si par le passé la crise des « subprimes » a été aussi profonde et durable, c'est parce que le doute était alors permis quant à la solvabilité des établissements bancaires, puisqu'il était presque impossible de savoir qui détenait et dans quelles proportions les dettes immobilières « pourries » en circulation et que, dans le doute, plus aucune banque ne faisait encore confiance à ses consœurs. Il faut donc bien différencier une situation de crise bancaire due à un défaut de liquidités d'une crise bancaire impliquant la solvabilité de l'établissement ! Le choc bancaire du mois de mars a mis en évidence le possible manque de liquidités de quelques établissements, et la réponse des autorités consistant à déverser des liquidités a donc été appropriée, d'où le rebond des marchés financiers. Faut-il pour autant exclure l'hypothèse de problèmes à venir de solvabilité ? Les taux d'intérêts ayant été très bas durant de nombreuses années, on ne peut exclure que certains produits financiers ou que certains établissements aient pris des risques excessifs pour compenser le manque de rentabilité attendue des investissements, notamment en mettant de l'effet de levier par de l'emprunt. Les autorités sont actuellement très vigilantes quant à la situation

de quelques banques régionales ou de certains fonds immobiliers adossés à des biens commerciaux, ces derniers ayant vu leurs perspectives (et donc leurs valorisations !) modifiées en profondeur par la montée en puissance conjointe du télétravail et de l'e-commerce. La crainte est, dans ce cas, que des ventes en urgence de ces biens immobiliers ne pèsent sur la valeur du patrimoine encore détenu et que cela provoque un cercle vicieux de sorties de capitaux et de ventes additionnelles de biens immobiliers. À ce stade, cette menace spécifique semble bien identifiée, laissant espérer si nécessaire une réaction coordonnée et adaptée des autorités, telle que par exemple la création de fonds de défaillance afin de porter le temps nécessaire ces biens et éviter qu'ils ne soient bradés !

La solvabilité mesure la qualité du patrimoine détenu, retraité des dettes y étant attachées. La liquidité mesure l'état du cash disponible instantanément. Un particulier peut par exemple détenir un patrimoine très important avec des biens immobiliers, des toiles de maître... sans pour autant disposer du cash nécessaire pour s'acquitter de ses impôts, et il peut lui falloir beaucoup de temps pour vendre l'un ou l'autre dans de bonnes conditions financières !

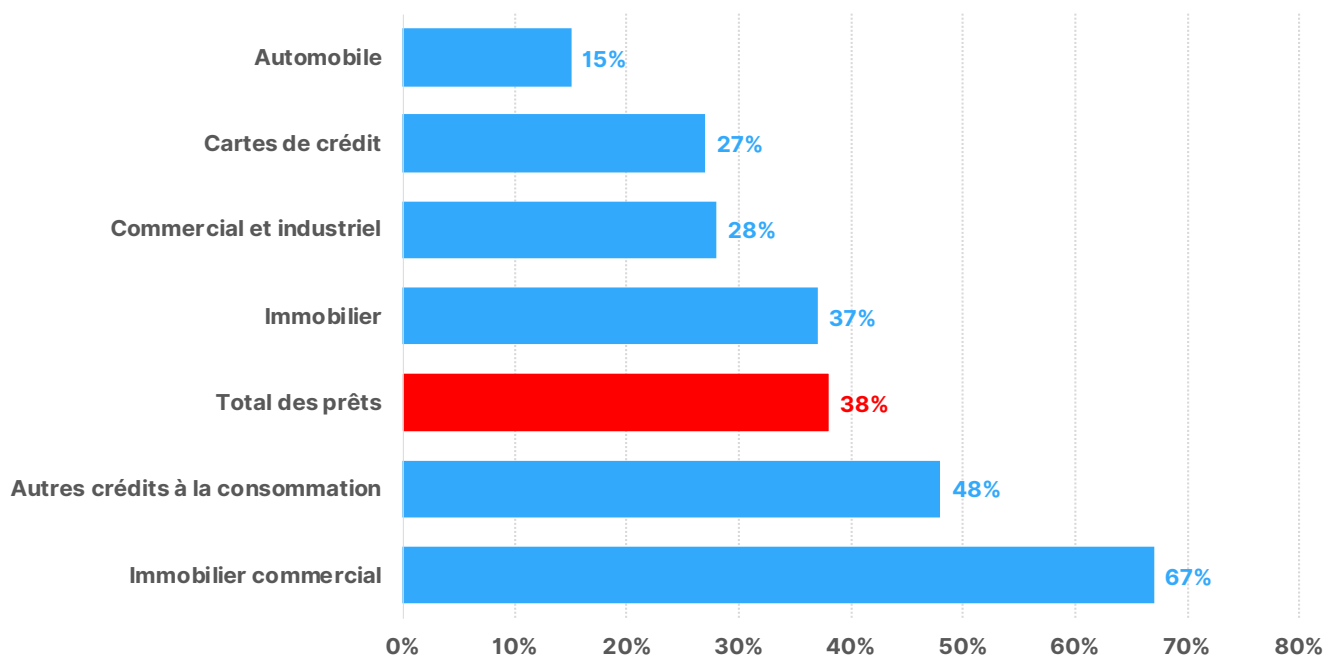
Exposition de certaines banques régionales américaines à l'immobilier commercial (en % du total des prêts)

Sources : Goldman, WeSave



Poids des petites et moyennes banques commerciales américaines dans l'encours des prêts (en %)

Sources : FED, WeSave



Un choc bancaire ... quelle bonne nouvelle !

L'intitulé de ce chapitre est évidemment intentionnellement provocateur car il ne faut jamais prendre à la légère les possibles conséquences d'un choc bancaire, mais il n'en demeure pas moins que de nombreux aspects favorables peuvent aussi découler de cet événement.

Le travail est accompli !

Banques centrales ont relevé très agressivement leurs taux directeurs depuis un an, dans l'espoir que les banques commerciales répercutent ce surcoût sur leurs clients et que le crédit soit ainsi progressivement asphyxié. Cette crise bancaire devrait accélérer le résultat tant attendu. Au vu du contexte, les potentiels emprunteurs risquent en effet de reporter certains projets d'investissements, parce que l'avenir devient moins prévisible ou favorable, mais aussi dans l'espoir

Dynamique des taux directeurs, de l'inflation et les taux réels des grands pays au monde (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

	Dernier (1)	Précédent	Dynamique	Inflation (2)	Taux réel (1 - 2)
Afrique du Sud	7,75	7,75	Pause	7	0,75
Arabie Saoudite	5,5	5,5	Pause	2,7	2,8
Argentine	91	78	Durcissement	105,5	-14,5
Australie	3,6	3,6	Pause	7	-3,4
Brésil	13,75	13,75	Pause	4,65	9,1
Canada	4,5	4,5	Pause	4,3	0,2
Chine	3,65	3,65	Pause	0,7	2,95
Corée du Sud	3,5	3,5	Pause	4,2	-0,7
Etats-Unis	5	4,75	Durcissement	5	0
Inde	6,5	6,5	Pause	5,7	0,8
Indonésie	5,75	5,75	Pause	5	0,75
Japon	-0,1	-0,1	Pause	3,2	-3,3
Mexique	11,25	11	Durcissement	6,9	4,35
Royaume-Uni	4,25	4	Durcissement	10,1	-5,85
Russie	7,5	7,5	Pause	3,5	4
Singapour	3,5	3,5	Pause	5,5	-2
Suisse	1,5	1	Durcissement	2,9	-1,4
Turquie	8,5	8,5	Pause	50,5	-42
Zone Euro	3,5	3	Durcissement	6,9	-3,4

de bénéficier plus tard d'un coût d'emprunt moins cher. Les banques commerciales seront pour leur part plus regardantes encore avant d'accorder un crédit, le risque de défaut de paiement montant d'un cran, mais aussi afin de conserver un coussin additionnel de cash dans leurs bilans pour faire face à d'éventuelles vagues de retraits de capitaux. Les Banques centrales sont désormais confrontées à un triangle d'incompatibilités : il n'est pas possible de simultanément lutter contre l'inflation, de préserver la croissance économique, et d'assurer la stabilité financière.

La régulation pourrait être renforcée et étendue.

Lorsqu'une banque doit se soumettre à des « stress tests », ou qu'elle doit disposer de ratios de liquidités ou de solvabilité exigeants... cela entraîne évidemment des surcoûts (personnel dédié à ces tâches) et cela mobilise des capitaux ne pouvant plus fructifier librement. La contrepartie à ces devoirs est toutefois de bénéficier d'un droit d'accès privilégié aux financements mis à disposition par la Banque centrale lorsque le besoin s'en fait sentir : c'est donc un investissement permettant de pérenniser son « business model », certes moins rentable, mais plus durable ! À l'évidence, les États-Unis ont assoupli à tort, sous l'ère Trump, le périmètre des banques commerciales soumises aux contrôles exigeants de la FED (seulement 10 banques considérées comme « systémiques » dans le pays, sur plus de 5000 établissements au total) : cette erreur de jugement sera certainement rectifiée dans les prochains mois pour éviter qu'une situation telle que celle de la SVB ne se reproduise. Pour autant, le système bancaire international ne gère aujourd'hui qu'environ la moitié des capitaux en circulation dans le monde, et il serait donc bienvenu de surveiller plus étroitement les fonds d'investissements, les fonds de pensions... comme le FMI l'a opportunément rappelé récemment. L'interconnexion étroite et souvent opaque entre ces établissements mériterait ainsi, elle aussi, de faire l'objet de « stress tests » ponctuels pour s'assurer de la

qualité de leur gestion des risques. En effet, il y aurait clairement un aléa moral à ce que les autorités aident en urgence ces établissements s'ils étaient en grande difficulté sans qu'ils n'aient été soumis en contrepartie aux mêmes exigences de contrôle (et donc de coûts associés) que les banques !

Les valorisations ne seront plus pénalisées par les hausses de taux.

Un investisseur sur les obligations a intérêt à patienter avant d'acheter s'il est certain que les rendements servis plus tard seront plus élevés que ceux versés aujourd'hui. C'est ce mécanisme qui explique pourquoi les marchés obligataires ont eu une performance historiquement négative en 2022.

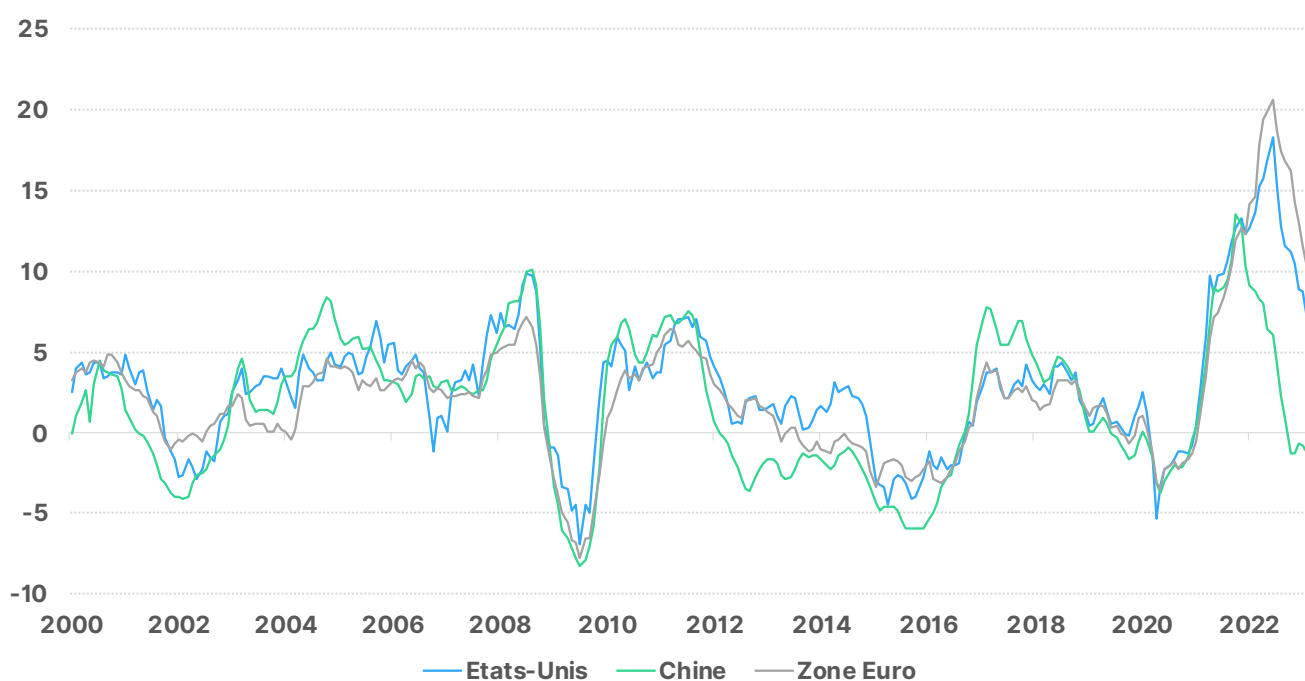
Pour autant, le système bancaire international ne gère aujourd'hui qu'environ la moitié des capitaux en circulation dans le monde, et il serait donc bienvenu de surveiller plus étroitement les fonds d'investissements, les fonds de pensions... comme le FMI l'a opportunément rappelé récemment. L'interconnexion étroite et souvent opaque entre ces établissements mériterait ainsi, elle aussi, de faire l'objet de « stress tests » ponctuels pour s'assurer de la qualité de leur gestion des risques.

Dès lors que les taux directeurs se stabilisent, il redevient intéressant d'investir sur les obligations, et plus encore si on retient l'hypothèse que les taux directeurs pourraient même rebaisser puisque, dans ce cas là, on peut espérer à la fois encaisser le coupon élevé actuel mais aussi réaliser des plus-values sur le prix des obligations détenues. Les obligations redeviennent alors une classe d'actifs utile dans un portefeuille, au bémol près que l'inflation reste aujourd'hui élevée et que les rendements réels (rendement dont on déduit l'inflation) peuvent demeurer temporairement négatifs ! Pour ce qui est des actions, leur valorisation boursière s'établit en actualisant les flux de revenus futurs des entreprises. Pour procéder à ce calcul d'actualisation, on retient au dénominateur un taux d'intérêt qui, plus il est élevé, plus il écrase la valeur boursière. Si, comme l'envisage le consensus des investisseurs, les taux directeurs se stabilisent enfin, voire baissent, il s'agirait alors mécaniquement d'une bonne nouvelle pour cette classe d'actifs ! Pour les actions, le débat porte

ensuite sur les hypothèses retenues d'intensité du ralentissement économique pouvant intervenir, mais aussi sur la capacité des entreprises à préserver leurs marges bénéficiaires (i.e. leur « pricing power »). Un tassement modéré de la croissance reste l'hypothèse cœur puisque l'investissement devrait rester soutenu à l'avenir (cf. dépenses incontournables dans la transition énergétique, la défense, la santé...), tout comme la consommation (cf. rareté de la main d'œuvre qualifiée profitant aux salaires). Pour ce qui est des marges bénéficiaires, partant de niveaux historiquement élevés, un recul à venir est inévitable, mais il ne sera pas forcément pour autant violent car la structure de coûts des entreprises s'améliore à mesure que les prix à la production décrochent (cf. prix de l'énergie, du fret...). La plupart des publications de résultats trimestriels en avril ont ainsi plutôt rassuré quant au « pricing power » des entreprises cotées, ces dernières bénéficiant toujours d'un effet « taille », de leur internationalisation, de facilités d'emprunts, de l'accès à des produits financiers de protection...

Prix à la production (en %)

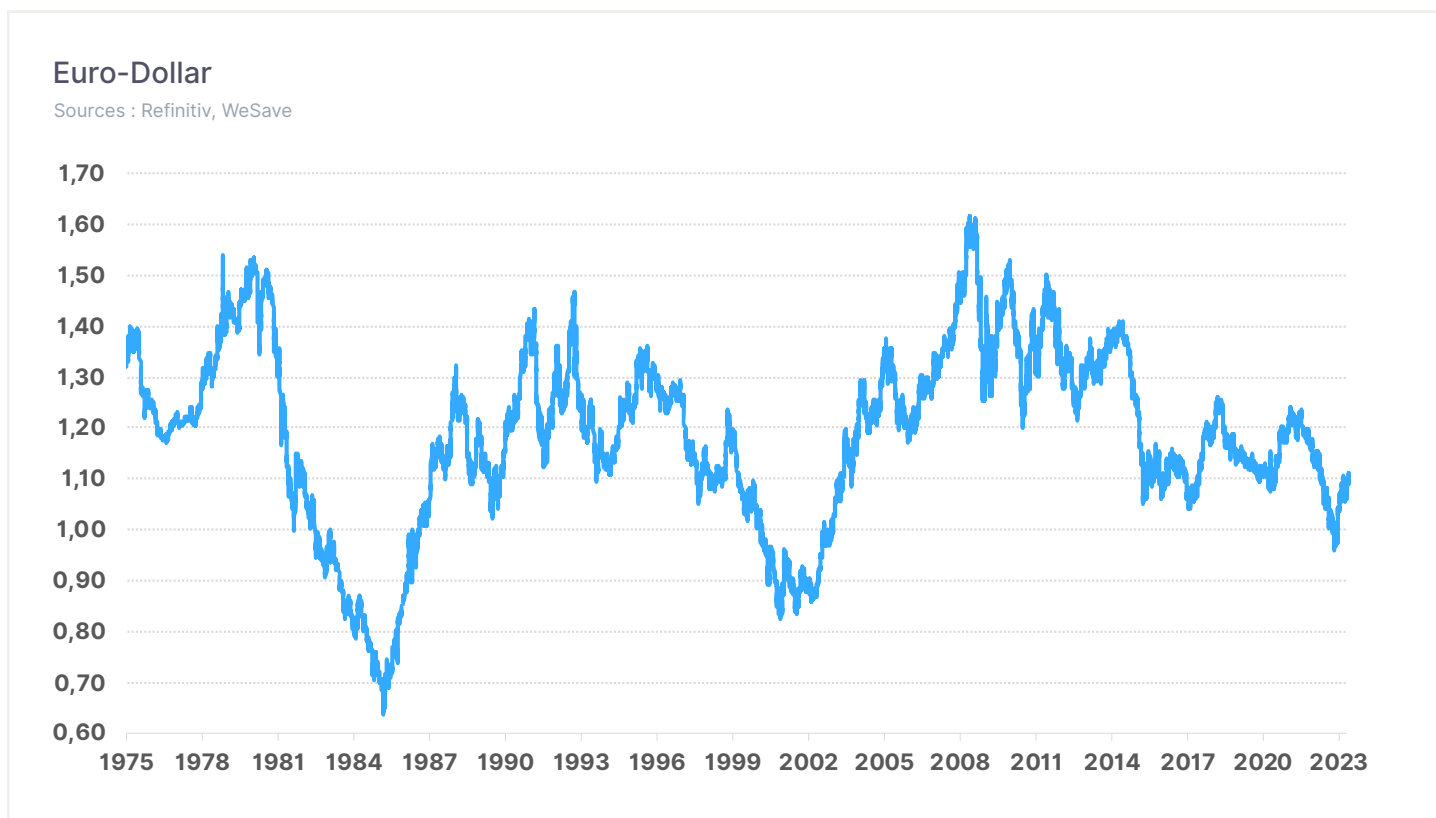
Sources : Refinitiv, WeSave



Une normalisation du Dollar bienvenue !

La question des parités entre devises est souvent sous-estimée, alors qu'elle est pourtant déterminante pour la plupart des actifs en bourse. Le Dollar reste de loin la principale devise au monde : autour de 85% des opérations de change, 50% du commerce dans le monde, et 60% des réserves des Banques centrales. Les dettes des États et des entreprises étant encore très souvent libellées en Dollar, sa force relative affecte donc très directement le coût final de l'emprunt, alors même que la récente remontée des taux d'intérêts renchérit considérablement les charges de remboursements ! De nombreux facteurs jouent sur la force ou la faiblesse du Dollar : situations de crise, balance commerciale, déficit budgétaire... mais la dynamique relative des taux directeurs en est toujours un déterminant majeur. Du fait que la FED approche du statu quo monétaire (la BCE terminera plus tard

son cycle monétaire), et que la crise bancaire actuelle est plutôt centrée autour des banques régionales américaines, le Dollar s'effrite actuellement, revenant sur les niveaux d'avant COVID. Les emprunteurs du monde entier, mais plus particulièrement ceux des pays émergents car étant les plus fragiles, ne peuvent qu'être soulagés de cette normalisation du Dollar. Par ailleurs, le tassement du Dollar va contribuer à diminuer l'inflation importée dans la plupart des pays, ce qui pourrait accélérer la pause monétaire des Banques centrales dans le monde entier, mais aussi permettre de mettre fin à certaines hausses de taux directeurs ayant pour seul but de soutenir sa devise face au billet vert ! Les entreprises américaines verront leur compétitivité en partie restaurée grâce au recul du Dollar, et pourront de nouveau se battre à armes égales avec leurs concurrentes sur les marchés internationaux ou sur le territoire américain. Les actions américaines étant « leaders de tendance » sur les marchés d'actions, l'actuel rebond pourrait ainsi être entretenu.



Pays présentant d'importants risques d'impayés selon la COFACE

Sources: Coface, WeSave

Risque élevé (note : C)	Risque très élevé (note : D)	Risque extrême (note : E)
Afrique du Sud	Albanie	Cuba
Algérie	Argentine	Haïti
Angola	Bahrein	Irak
Arménie	Barbades	Iran
Bangladesh	Bélize	Libye
Bolivie	Biélorussie	Soudan
Cambodge	Bosnie Herzégovine	Venezuela
Cameroun	Burkina Faso	Zimbabwe
Cap-vert	Burundi	
Congo (Rép. du)	Congo (Rép. Dém du)	
Djibouti	Eswatini	
Égypte	Kirghizstan	
Équateur	Laos	
Éthiopie	Liban	
Fidji	Libéria	
Gabon	Malawi	
Géorgie	Mali	
Ghana	Mongolie	
Guatemala	Mozambique	
Guinée	Myanmar	
Guyana	Nicaragua	
Honduras	Niger	
Jamaïque	Nigeria	
Jordanie	Pakistan	
Kazakhstan	Rép. Centrafricaine	
Lesotho	Russie	
Macédoine	Salvador	
Madagascar	Sierra Leone	
Maldives	Sri Lanka	
Mauritanie	Suriname	
Moldavie	Tadjikistan	
Montenegro	Tchad	
Namibie	Timor oriental	
Népal	Timor oriental D C	
Oman	Turkménistan	
Ouganda	Ukraine	
Ouzbekistan	Zambie	
Serbie		
Tanzanie		
Togo		
Tunisie		
Turquie		



Paradoxalement, la volatilité des actions reste à ce stade bien moins forte que celle des obligations, avec même des performances plus que satisfaisantes, donc un bon couple « rendement-risque ». Il convient de rappeler aussi que, s'il y a de l'inflation, c'est parce que les entreprises parviennent à faire passer des hausses de prix : pour l'épargnant, cette classe d'actifs est donc une protection partielle contre l'inflation et une manière de préserver son pouvoir d'achat sur la durée !

Quelques conclusions pour l'épargnant :

Obligations :

L'inflation restant élevée, le pouvoir d'achat de l'investisseur n'est pas nécessairement déjà préservé par les rendements plus hauts actuels des obligations. Toutefois, l'inflation devrait poursuivre son reflux et les politiques monétaires des Banques centrales seront bientôt neutres, voire accommodantes. Les obligations sont donc une classe d'actifs de nouveau stratégique dans les allocations d'actifs, et la crise

bancaire récente a déjà démontré l'efficacité de leur effet « parachute » ! Dans l'hypothèse d'une croissance économique mondiale modeste en 2023, mais avec une reprise en perspective dès 2024, le risque de défauts de paiements est alors plutôt modéré, d'où notre préférence pour les obligations d'entreprises servant des rendements plus élevés que celles des États. De plus, la COVID a permis à la plupart des entreprises de se refinancer dans d'excellentes conditions et d'allonger la maturité de leurs emprunts : le surcoût actuel de l'emprunt semble donc très supportable.

Actions :

Paradoxalement, la volatilité des actions reste à ce stade bien moins forte que celle des obligations, avec même des performances plus que satisfaisantes, donc un bon couple « rendement-risque ». Il convient de rappeler aussi que, s'il y a de l'inflation, c'est parce que les entreprises parviennent à faire passer des hausses de prix : pour l'épargnant, cette classe d'actifs est donc une protection partielle contre l'inflation et une manière de préserver son pouvoir d'achat sur la durée ! La croissance économique est certes médiocre et se détériore encore un peu, mais elle est a priori amenée à se redresser de nouveau dès 2024 avec, qui plus est, des politiques monétaires neutres ou accommodantes. Ce contexte devrait favoriser en premier lieu les sociétés de croissance plutôt que les secteurs cycliques. Aussi longtemps que le doute persistera quant à la situation du secteur bancaire, les pays émergents et les petites capitalisations boursières devraient sous-performer leurs consœurs.

Matières premières :

La croissance économique mondiale étant actuellement modeste, les investisseurs ont généralement le réflexe de réduire leur exposition aux matières premières. Cette analyse, concentrée sur la demande, est toutefois réductrice car négligeant la

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

question de l'offre. Il faut en effet de très nombreuses années pour créer de nouveaux sites d'extraction et de transformation des matières premières, et le sous-investissement a été chronique durant les dernières années (cf. cycles économiques très perturbés, difficultés de financement de ces activités pour des raisons « éthiques »...). La transition énergétique et les relocalisations d'activités vont toutes deux entraîner une très forte demande pour les matières premières, et cela durant de nombreuses années, alors même que les capacités de production sont très insuffisantes : les prix resteront donc soutenus sur la durée, bien que volatils. En tactique, le reflux du Dollar est plutôt de nouveau favorable à cette classe d'actifs et, lorsque les investisseurs se projeteront de nouveau vers 2024 (à partir de cet été ?), ils devraient reprendre des positions acheteuses sur les matières premières.

Pour conclure, sur les marchés financiers, il faut toujours se souvenir de cette citation de W.Churchill : « Il ne faut jamais gâcher une bonne crise » !

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



CDS à 5 ans des États-Unis.

Un CDS (Credit Default Swap) est un produit d'assurance sur les obligations, permettant de couvrir le risque de défaut de remboursement de l'emprunteur.

Le prix d'un CDS s'apparente à une prime d'assurance à payer pour protéger son capital investi : plus le prix est élevé, plus le risque implicite de défaut de paiement l'est aussi.

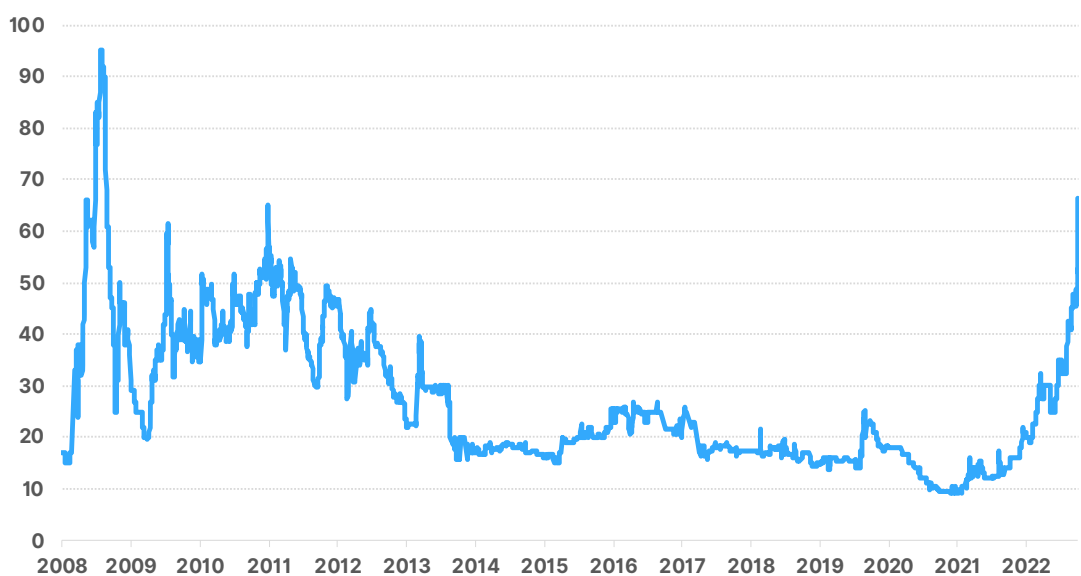
Le prix du CDS à 5 ans des États-Unis est passé de 27,5 fin 2022 à 48,7 fin avril, soit un risque implicite de défaut du pays de 3,9%.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Le Congrès américain doit s'entendre tous les ans pour relever le plafond de la dette autorisée. La présidentielle approchant, Démocrates et Républicains campent sur des positions rigides, d'où l'incertitude sur cet accord. Historiquement, l'accord est trouvé au dernier moment, pour éviter le défaut de paiement et la dégradation de notation du pays. Le Trésor a opéré diverses manœuvres budgétaires pour reporter ce problème jusque vers le mois de juillet 2023. À l'approche de l'été, les marchés pourraient s'inquiéter d'une éventuelle impasse politique, et se défier des actifs du pays : cela pourrait provoquer une hausse des taux américains, un reflux du Dollar, un recul des actions, des achats refuge d'or... Les politiciens américains étant pragmatiques, la probabilité d'un tel scénario reste très faible.

CDS à 5 ans des États-Unis

Sources : Refinitiv, WeSave



Prix à la consommation aux États-Unis.

Les prix à la consommation sont observés de 2 manières : avec ou sans les contributions conjoncturelles de l'énergie et de l'alimentaire.

L'indice des prix à la consommation, hors énergie et alimentaire, est l'indicateur préféré de la Banque centrale américaine (FED) pour décider de sa politique monétaire.

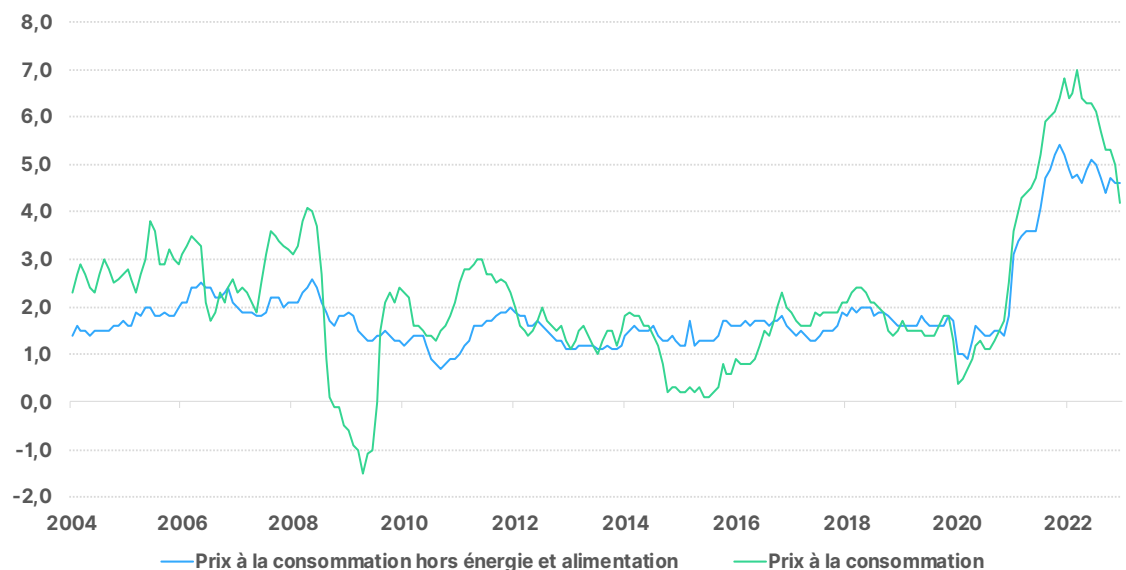
Le pic d'inflation a été atteint sur les 2 indices, mais c'est surtout la contribution désormais favorable de l'énergie qui fait baisser l'inflation.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

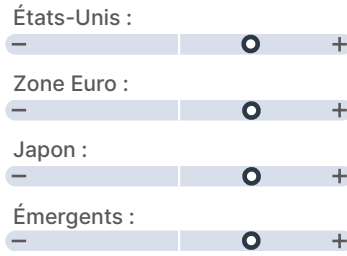
La Banque centrale américaine vise en théorie un retour de l'inflation cœur (i.e. hors énergie et alimentaire) à 2%, alors qu'elle se situe actuellement à 4,6%, c'est pourquoi les investisseurs anticipent encore un durcissement monétaire. Ce dernier devrait se matérialiser par une dernière hausse de 25PB des taux directeurs en mai, mais aussi par une réduction additionnelle de la taille du Bilan de la FED. Le tassement économique en cours devrait contribuer à détériorer la dynamique du marché de l'emploi américain, et donc les revalorisations des salaires. Par ailleurs, le calcul de l'indice des prix intègre de façon décalée les reculs des prix de l'immobilier américain : $\frac{1}{3}$ de l'indice d'inflation cœur ralentira donc mécaniquement durant les prochains mois. Le pic des taux directeurs américains semble donc imminent.

Prix à la consommation aux États-Unis (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



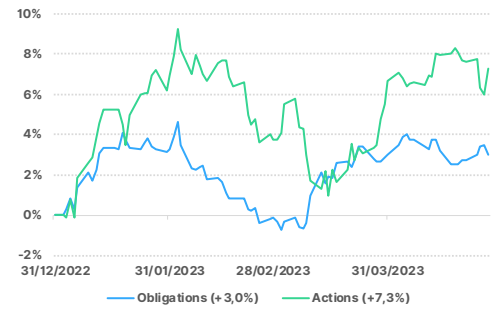
ACTIONS



Le mois de mars avait été agité sur les actions du fait du choc bancaire transatlantique. L'injection massive de liquidités par les autorités a rassuré les investisseurs. Après un rapide et violent rebond, la plupart des indices boursiers ont stagné ou bien légèrement baissé en avril, dans l'attente des publications trimestrielles des entreprises. À ce stade, ces résultats sont satisfaisants, les entreprises parvenant généralement à préserver leurs marges bénéficiaires, en dépit d'une moindre dynamique de leurs chiffres d'affaires. Par

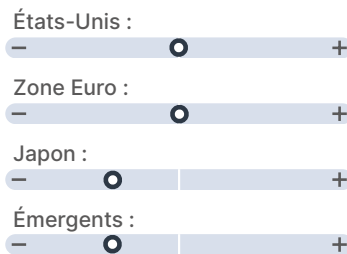
Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



ailleurs, bien que les discours de perspectives soient prudents, ce qui semble normal dans les circonstances actuelles, il n'y a pas pour autant de signal fort d'inquiétude pour la fin d'année ou pour 2024. Restant constructifs quant aux perspectives d'investissement des gouvernements et des entreprises, nous maintenons notre surpondération sur les actions.

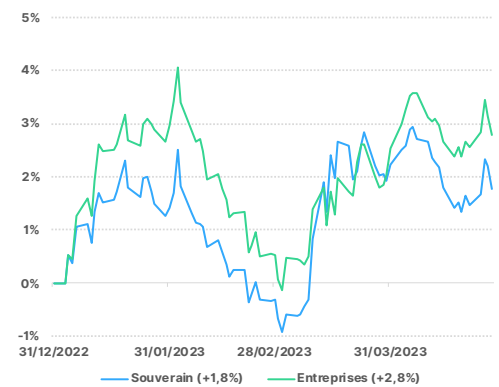
OBLIGATIONS SOUVERAINES



Depuis le choc bancaire transatlantique de mars, les obligations ont retrouvé de l'intérêt aux yeux des investisseurs. En effet, le durcissement de crédit par les banques commerciales suite à cet événement se substituant à de possibles hausses de taux directeurs par les Banques centrales, la probabilité augmente d'un retour plus rapide à la neutralité monétaire. Dès lors, le risque d'une baisse du prix des obligations diminue d'autant, et les rendements obligataires encaissés sont plus sécurisés. En revanche, l'inflation restant élevée, le rendement réel

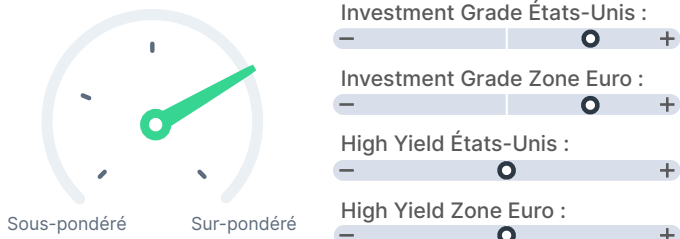
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



des obligations peut demeurer négatif, ce qui joue au détriment des obligations souveraines. Les plans d'investissement futurs des États restant par ailleurs très importants, leurs levées de capitaux à venir pourraient peser sur le stock existant d'obligations des États, d'où notre maintien d'une allocation neutre sur cette classe d'actifs.

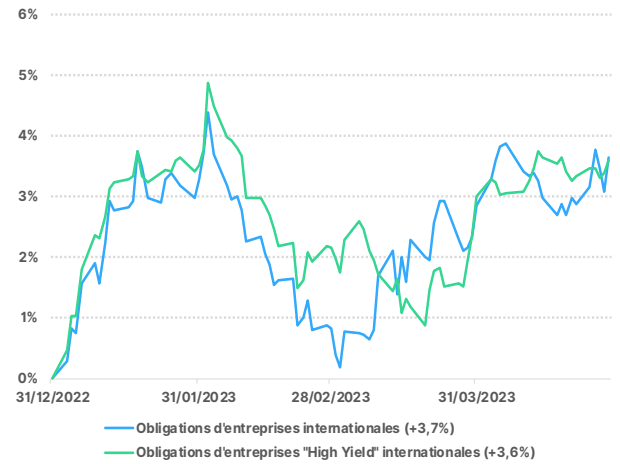
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



La plupart des entreprises cotées ayant refinancé leurs dettes lors de la COVID, quand les taux étaient historiquement bas, et ayant aussi allongé la maturité de leurs remboursements, les levées de fonds sont modestes à ce stade. En parallèle, les investisseurs institutionnels sont friands des dettes d'entreprises bien mieux rémunérées que par le passé. Ce déséquilibre entre offre et demande explique la bonne tenue des obligations d'entreprises en ce début d'année. Quand bien même l'économie ralentit encore, le risque de défauts de paiements semble bien couvert aujourd'hui par le niveau des coupons versés, et

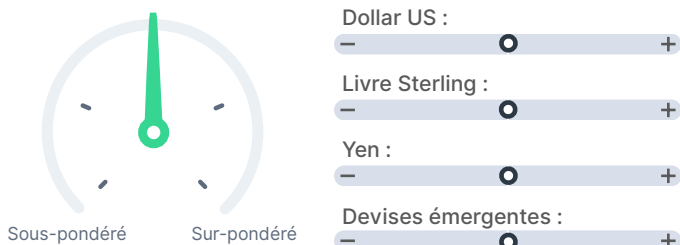
Performance des obligations d'entreprises dans le monde (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



s'exposer aux obligations d'entreprises protège mieux contre l'inflation en cours que sur la dette des États. Le couple rendement-risque nous semble justifier de rester surpondérés sur les obligations d'entreprises, en privilégiant toutefois les entreprises solides.

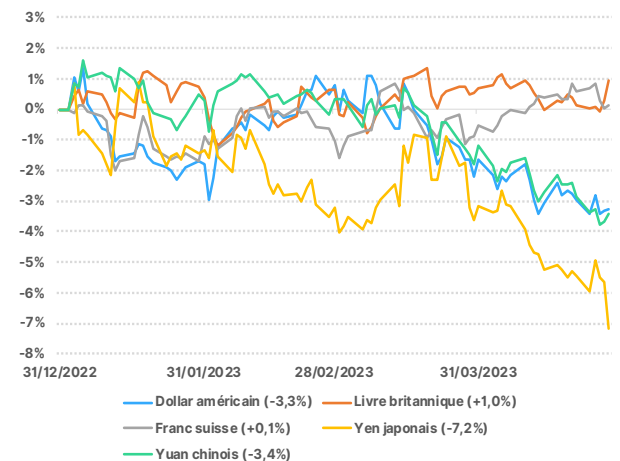
DEVISES



La dynamique d'appréciation de l'Euro face au Dollar se poursuit en ce début d'année, malgré le fugitif regain d'intérêt pour le billet vert lors du choc bancaire de mars. La croissance économique européenne est en effet plus forte qu'attendu, notamment grâce au repli des prix des matières premières énergétiques, et elle devrait être supérieure à celle des Etats-Unis en 2023. Par ailleurs, la balance commerciale de la zone se restaure, quand celle des Etats-Unis reste profondément négative. Enfin, le décalage entre les politiques monétaires transatlantiques devrait favoriser lui aussi durant quelques mois encore

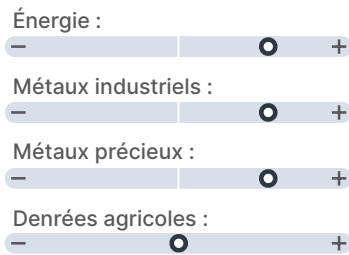
Performance des grandes devises face à l'Euro (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



l'Euro face au Dollar puisque le statu quo de la FED interviendra avant celui de la BCE. Pour les résultats des entreprises, comme pour les allocations d'actifs, il convient de rester vigilant quant aux impacts des devises, car cela affecte fortement les performances.

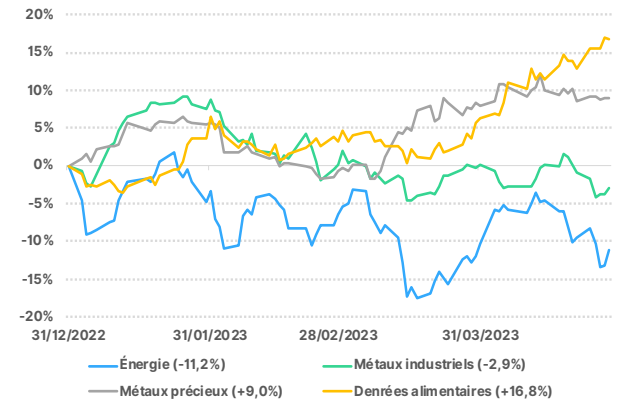
MATIÈRES PREMIÈRES



La réouverture sanitaire de la Chine avait laissé entrevoir un possible rebond du prix des matières premières (énergétiques et métaux industriels), le pays en étant de loin le principal consommateur. En réalité, la reprise chinoise est concentrée sur les services et non sur l'industrie, ce qui est moins consommateur en ressources naturelles. Par ailleurs, la croissance mondiale ralentit, et c'est elle qui importe et pas seulement celle de la Chine. Pour ce qui est du pétrole, l'OPEP+ a cherché à soutenir les prix en restreignant sa production, mais l'effet favorable a été

Performance des indices de matières premières (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



très éphémère. Les métaux précieux sont de nouveau recherchés en 2023 du fait du reflux du Dollar, mais aussi par réflexe de précaution suite au choc bancaire transatlantique. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous paraissant être engagé, c'est pourquoi nous maintenons notre surpondération sur cet actif.

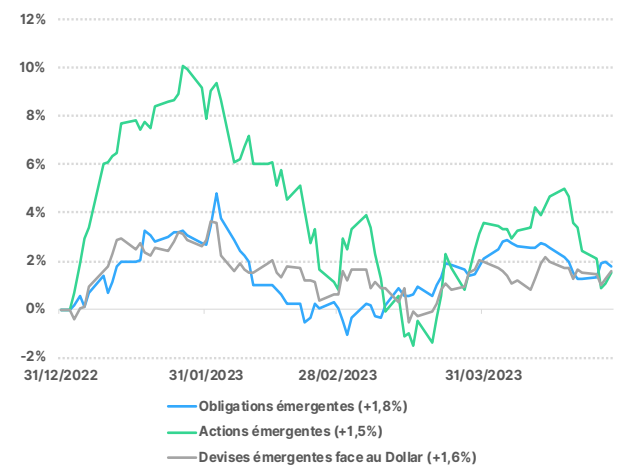
ÉMERGENTS



En ce début d'année 2023, la performance des actifs émergents reste encore en retrait par rapport à celle des pays développés. Si le Dollar recule un peu, allégeant le coût d'emprunt de nombreux pays ou entreprises émergents, le mouvement reste trop faible pour être une incitation à se repositionner sur ces actifs. En effet, le cycle économique mondial a tendance à ralentir actuellement, invitant à une certaine méfiance à l'égard de ces pays, et cela d'autant plus si le choc bancaire transatlantique devait avoir des effets de contagion ! Par ailleurs, la

Performances des actifs émergents (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

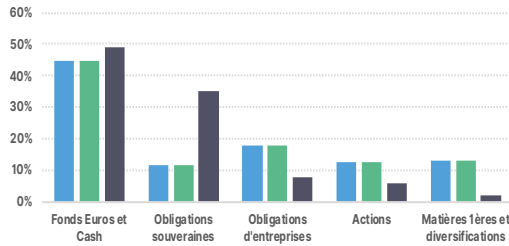


reprise économique chinoise est plutôt autocentrée puisque tirée principalement par la consommation domestique : l'effet d'entraînement aux autres pays émergents est modéré. Nous continuons de privilégier dans nos allocations d'actifs une exposition indirecte aux émergents, via leurs principaux partenaires occidentaux.

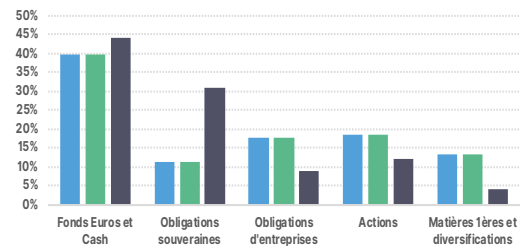
Comparatifs d'allocations entre avril 2023, mai 2023 et la stratégie long terme.

■ Mai 2023 ■ Avr 2023 ■ Allocation long-terme

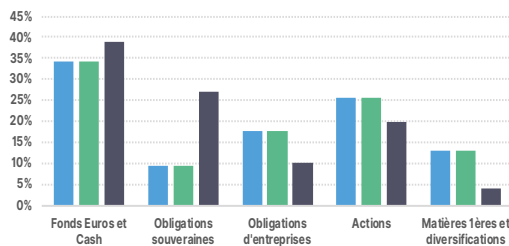
Profil 1 - Prudent



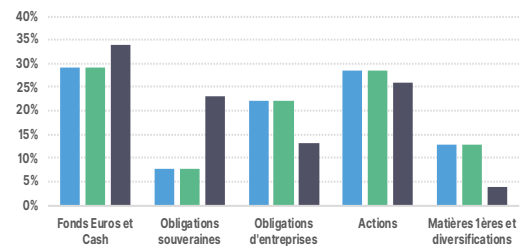
Profil 2 - Prudent



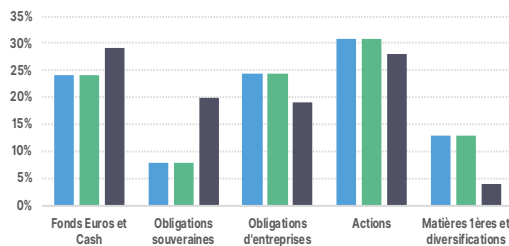
Profil 3 - Défensif



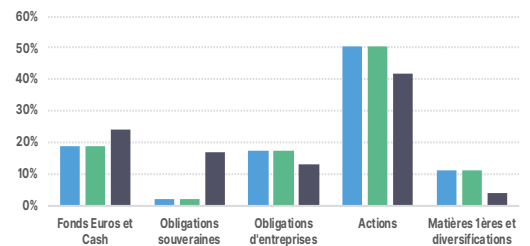
Profil 4 - Défensif



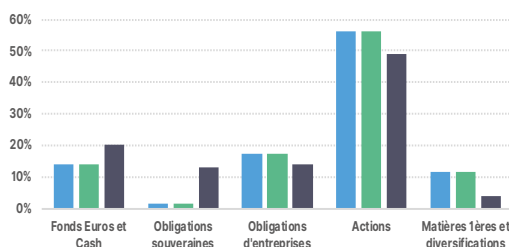
Profil 5 - Équilibré



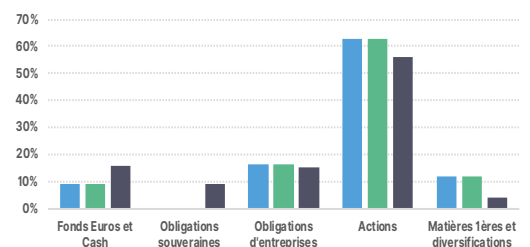
Profil 6 - Équilibré



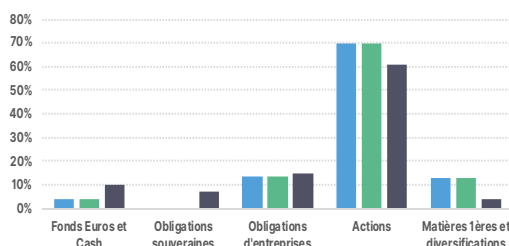
Profil 7 - Offensif



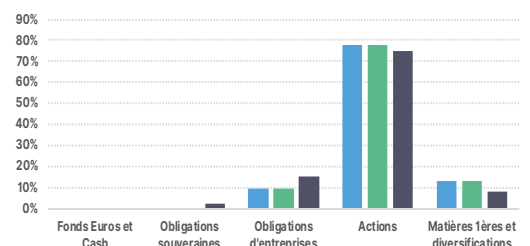
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Déclaration d'impôt : quels sont les principaux points de vigilance à avoir ?

Ce mois-ci, période de déclaration des impôts oblige, nous vous proposons de vous accompagner au mieux dans cet exercice parfois difficile. Bien que vous soyez bien guidé avec les différents imprimés fiscaux, certaines subtilités sont à prendre en compte :

Le droit à l'erreur

Tout d'abord, un petit rappel. Si vous vous reconnaissez dans un des cas que nous décrivons, sachez que vous avez la possibilité d'exercer le droit à l'erreur auprès de la DGFIP.

Il ne s'applique pas toutefois pas aux cas suivants :

- au dépôt tardif d'une déclaration ;
- à un paiement en retard ;
- aux erreurs ou inexactitudes commises délibérément.

Concernant la notion d'erreur commise délibérément, c'est à l'administration de démontrer la mauvaise foi de l'usager.

La déclaration des pensions alimentaires versés ou reçus

Les pensions versées

Nous avons évoqué le versement de

pensions dans le cadre de [notre article sur l'aide intergénérationnelle](#). Selon la nature du bénéficiaire, le montant doit être déclaré dans des cas spécifiques.

-> Si l'aide concerne un ascendant il faudra compléter la case suivante "6GU Autres pensions alimentaires versées"

-> S'il s'agit d'une pension versée à un enfant majeur détaché de votre foyer fiscal, il faudra alors remplir la case suivante 6EL Autres pensions alimentaires versées aux enfants majeurs

Déclaration des pensions reçues

Concernant les montants que vous percevez (ou que votre enfant, parent perçoit), il ne faut pas omettre de déclarer les montants perçus dans la catégorie «Pensions, retraites, rentes», ligne «Pensions alimentaires perçues».

Ces pensions font l'objet d'un abattement de 10%. L'abattement ne peut pas être inférieur à 422 € par personne bénéficiaire d'une pension, ni dépasser 4 123 € par foyer fiscal.

Oublier les revenus de vos enfants

Le mois d'Avril et Mai est une période où nos chers enfants recherchent également leurs stages et alternance pour la prochaine rentrée scolaire. N'oublions pas aussi les premiers jobs d'été que certains effectueront.

Quelques informations à retenir :

- Les salaires perçus par les apprentis munis d'un contrat d'apprentissage ou en stage sont exonérés de l'impôt sur le revenu dans la limite du montant annuel du salaire minimum de croissance, soit 19 744 € pour 2022. Vous devez donc déclarer seulement la partie du salaire (net imposable) supérieure à cette somme.
- Les salaires tirés d'un job d'été n'ont pas le même montant d'exonération puisque le total des revenus ne doit pas dépasser la limite de trois fois le montant mensuel du smic

Cas spécifique : le contrat de professionnalisation

Votre enfant peut se voir offrir un contrat de professionnalisation par son employeur. Dans ce cas, le régime de faveur n'est plus possible et l'intégralité des revenus doivent être déclarés. Seul l'abattement de 10% pour les frais professionnels pourra s'appliquer. Compte tenu de ce type de contrat, le détachement de votre enfant de votre foyer fiscal pourrait être considéré. Nous invitons à [lire notre article sur le sujet](#).

Ne pas renoncer à la flat tax

La flat tax est un impôt qui s'applique de manière forfaitaire et automatique sur les revenus du capital (Actions, obligations, Assurance vie...)

Sa composition est la suivante : 12,8% sur les gains financiers et 17,2% au titre des prélèvements sociaux, soit un total de 30%.

Dans le cas où vous n'êtes pas imposable ou que votre tranche marginale d'imposition est de 11%, vous avez la possibilité de déclarer les revenus du capital au titre de l'impôt sur le revenu.

Afin de voir rapidement si cela est avantageux pour vous, il faudra alors cocher la case 2OP sur votre déclaration. Vous pourrez alors constater la différence entre la flat tax et l'imposition sur le revenu de l'ensemble des gains sur capitaux mobiliers.

Cas particulier : les actions ou parts d'entreprises acquises avant le 1er Janvier 2018

Avant la mise en place de la flat tax, les gains étaient taxés automatiquement à l'impôt sur le revenu + prélèvements sociaux. Un abattement pour durée de détention s'appliquait de manière automatique.

Ce schéma est encore possible sur option et il est assez facile de voir si c'est avantageux pour vous ou non de l'utiliser :

Afin de voir rapidement si cela est avantageux pour vous, il faudra alors cocher la case 2OP sur votre déclaration. Vous pourrez alors constater la différence entre la flat tax et l'imposition sur le revenu de l'ensemble des gains sur capitaux mobiliers.

Taux marginal d'imposition					
Taux d'imposition	0%	11%	30%	41%	45%
Taux d'imposition global en cas d'option pour le barème progressif					
Aucun abattement	17,20%	28,20%	47,20%	58,20%	62,20%
50% abattement	17,20%	22,70%	32,20%	37,70%	39,70%
65% abattement	17,20%	21,05%	27,70%	31,55%	32,95%
85% abattement	17,20%	18,85%	21,70%	23,35%	23,95%

Choisir un régime micro pour votre location meublée

En tant que propriétaire d'un logement meublé, nombreux sont ceux qui ont opté pour le régime forfaitaire pour la déclaration de leurs revenus locatifs.

Bien que très pratique car simplifiant les démarches administratives (abattement de 50%), ce dernier est loin d'optimiser les revenus de votre location meublée. Vous trouverez en opposition, le régime réel qui permet d'amortir de manière comptable votre bien et ainsi effacer les revenus locatifs sujets à l'impôt. La déclaration demande plus d'efforts mais le gain est non négligeable.

Nous vous conseillons vivement de vous faire accompagner par un expert comptable la première année pour ce type de déclaration.

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

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

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.