

L'ÉCLAIREUR



N°90

SOMMAIRE

02
L'éclairage du
gérant

19
Vues des actifs

17
Le point marchés
financiers

22
Nos vues tactiques
et stratégiques

18
Le point macro
économie

23
Pour aller plus
loin

La baisse des taux n'aura pas lieu ?

Les conjoncturistes et les investisseurs professionnels ont l'habitude de devoir réviser parfois très significativement leurs scénarios, mais rarement l'ampleur aura été aussi forte et surtout dans un délai aussi bref que celle des anticipations de politique monétaire de la Banque centrale américaine (FED) pour 2024 ! Ainsi, fin décembre 2023, le consensus pariait sur 6 baisses de taux directeurs durant l'année (passer de 5,5% à 4%) et, seulement 5 mois plus tard, ce ne sont plus que 2 baisses de 0,25% qui sont au mieux attendues ! Certains stratèges parlent même désormais de hausse et non plus de baisse des taux directeurs comme étant le prochain mouvement envisageable ! Comment un tel revirement est-il possible, que peut-on raisonnablement espérer, et quelles conséquences cela peut-il avoir sur les allocations d'actifs ?

« Le destin est simplement la forme accélérée du temps »
(J.Giraudoux - La guerre de Troie n'aura pas lieu)

Il convient tout d'abord de faire 2 rappels contextuels pouvant éclairer utilement le caractère très atypique de ce revirement des anticipations :

- Les grands agrégats de nos économies restent très impactés par les événements exceptionnels des dernières années : fermeture totale des économies pour des raisons sanitaires, désordre complet des circuits de

production et d'approvisionnement, une hyper-inflation inédite depuis des décennies, un nouveau « zonage » économique et géostratégique à des fins de souveraineté, des soutiens budgétaires dignes de périodes de guerre... C'est pourquoi, comme à la suite d'un saut à l'élastique, les statistiques économiques oscillent encore de façon assez erratique ou difficilement prévisible, jusqu'à progressivement retrouver une forme de stabilité et d'équilibre. Les modèles de prévision économique et financière sont donc encore souvent peu fiables pour bien prendre en compte les résidus de toutes ces fluctuations inédites.

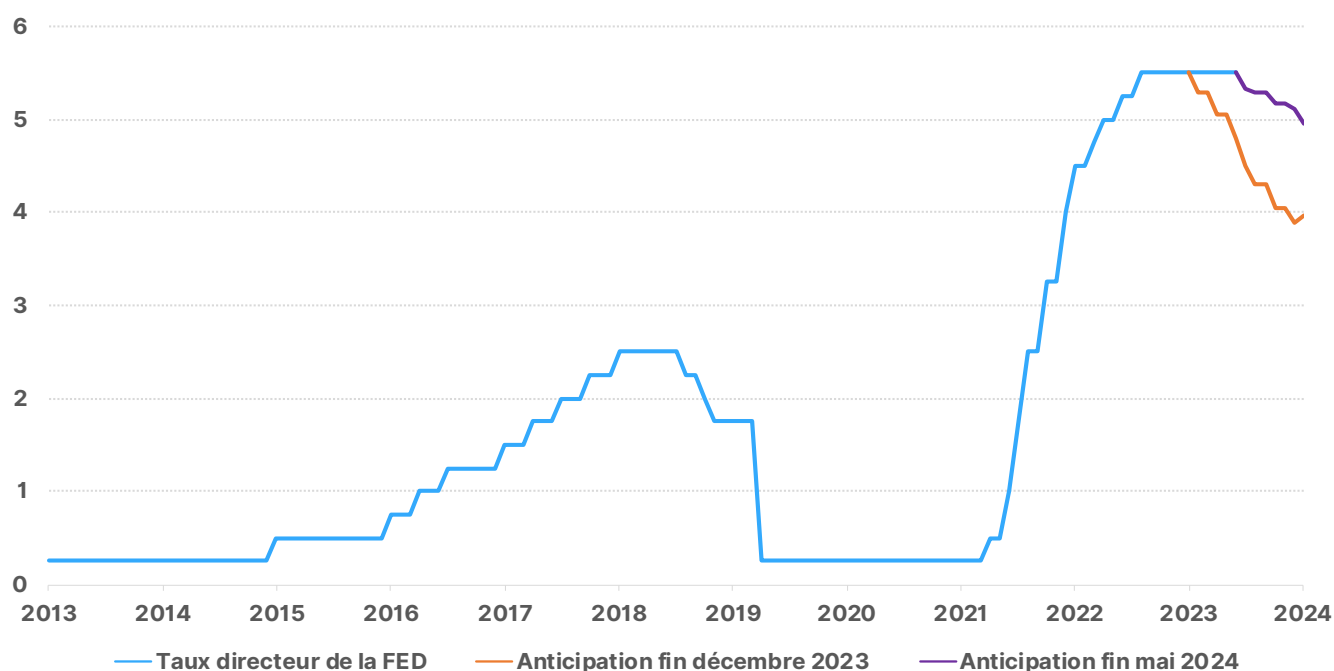
- Les prévisions de politique monétaire reposent par ailleurs, entre autres, sur des données déduites des cours de bourse de certaines obligations et, en fin d'année, la moindre liquidité

des marchés financiers peut fausser parfois significativement certains de ces cours et donner alors des signaux erronés. Il se trouve qu'en plus, en décembre 2023, la FED a fortement surpris les investisseurs par un discours monétaire bien plus accommodant qu'attendu, et ce contre-pied a contraint les sociétés de gestion à procéder, dans l'urgence, à d'importants rééquilibrages de portefeuilles. La plupart des investisseurs ayant généralement eu le même positionnement, les contreparties en bourse étaient dès lors très peu nombreuses pour permettre d'ajuster les allocations, provoquant des mouvements « hystériques » sur certains cours de bourse. Autrement dit, les cours des obligations habituellement retenus pour anticiper les politiques monétaires n'étaient temporairement plus fiables et, dans le cas présent, donnaient des signaux excessivement généreux !

Il se trouve qu'en plus, en décembre 2023, la FED a fortement surpris les investisseurs par un discours monétaire bien plus accommodant qu'attendu, et ce contre-pied a contraint les sociétés de gestion à procéder, dans l'urgence, à d'importants rééquilibrages de portefeuilles.

Taux directeur de la FED et évolution des anticipations pour 2024 (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Si les prévisions de politique monétaire ont dû être radicalement révisées, c'est aussi et surtout parce que, une fois encore, l'économie américaine a surpris le consensus par sa vitalité. En fin d'année 2023, le consensus attendait +1,2% de croissance du PIB pour les États-Unis en 2024 et, fin mai 2024, c'est désormais +2,4% qui est attendu, soit un doublement ! Bien entendu, une telle ampleur de révision de croissance ne pouvait qu'affecter significativement les 2 indicateurs économiques au cœur du double mandat de la FED : l'inflation et l'emploi. Bien que sa dynamique soit déclinante en tendance entre 2023 et 2024, l'inflation américaine pour cette année a ainsi dû être révisée en hausse par le consensus de 2,6% à 3,2% quand, pour sa part, le chômage a été abaissé de 4,3% à 3,9%. Les discours des

membres de la FED laissent implicitement entendre que leurs modèles internes de prévision d'activité ont été eux aussi dépassés par l'activité finalement observée en ce début d'année, d'où la nécessité de se laisser plus de temps pour disposer de données additionnelles plus conformes aux attentes : pour la baisse des taux directeurs, il était désormais urgent d'attendre ! La FED a toutefois décidé de faire un premier geste accommodant en diminuant l'ampleur de son « quantitative tightening ». Autrement dit, elle avait engagé un programme de réduction de la taille de son Bilan en achetant progressivement moins d'obligations de l'État américain et, à partir de juin, la réduction de la taille du Bilan passera de -60 Mds \$ par mois à « seulement » -25 Mds \$.

Niveaux des estimations de croissance du PIB, d'inflation et de chômage d'une sélection de pays en mai 2024

Sources : SPIVA, WeSave

	PIB		Inflation		Chômage	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Allemagne	0,1%	1,2%	2,7%	2,2%	6,0%	5,7%
Chine	4,6%	4,4%	1,7%	1,6%	3,9%	3,8%
Etats-Unis	2,4%	1,8%	3,2%	2,5%	3,9%	4,1%
France	0,7%	1,3%	2,5%	2,0%	7,5%	7,5%
Italie	0,6%	1,1%	2,3%	2,0%	7,5%	7,4%
Japon	0,7%	1,1%	2,6%	1,8%	2,5%	2,4%
Royaume-Uni	0,5%	1,2%	2,8%	2,2%	4,3%	4,4%
Zone Euro	0,7%	1,3%	2,4%	2,1%	6,6%	6,6%

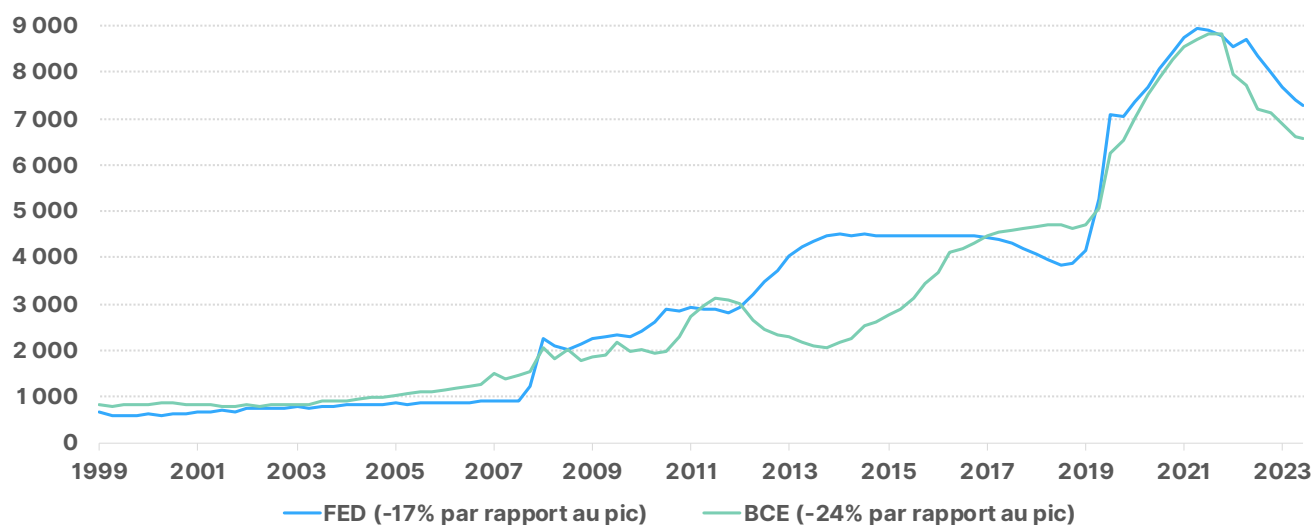
Évolutions des estimations de croissance du PIB, d'inflation et de chômage d'une sélection de pays depuis décembre 2023

Sources : SPIVA, WeSave

	PIB		Inflation		Chômage	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Allemagne	-0,4%	-0,3%	-0,2%	0,1%	0,4%	0,4%
Chine	0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,3%	0,0%	0,0%
Etats-Unis	1,2%	0,1%	0,6%	0,2%	-0,4%	-0,2%
France	-0,1%	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,2%	0,4%
Italie	0,0%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,3%	-0,3%
Japon	-0,1%	0,3%	0,4%	0,0%	0,1%	0,1%
Royaume-Uni	0,1%	0,0%	-0,2%	0,1%	-0,3%	-0,2%
Zone Euro	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%

Total du Bilan de la FED (Mds \$) et de la BCE (Mds €)

Sources : Refinitiv, WeSave



Une telle ampleur d'erreur du consensus peut s'expliquer par plusieurs raisons :

- L'impact des soutiens budgétaires américains une fois encore sous-estimé, et qu'une année électorale encourage à maintenir : investissements industriels de l' « Inflation Reduction Act » (IRA, dédié à la transition énergétique), le « Chips and Science Act » (« Chips Act », focalisé sur les semi-conducteurs),...
- L'investissement, plus généralement, se porte bien actuellement aux États-Unis, et le potentiel de l'intelligence artificielle stimule beaucoup de décideurs, y voyant là une occasion d'éventuellement se différencier de la concurrence ou bien encore de réaliser des gains de productivité et donc des bénéfices additionnels futurs.
- Une sur-épargne résiduelle sous-estimée, héritage de la période de la COVID, permettant à la consommation des ménages (60% du PIB américain en dépend !) de rester étonnamment ferme.
- Les niveaux records atteints ou préservés par la bourse et par l'immobilier permettent aux ménages disposant de ce type de patrimoine de contracter si nécessaire des crédits à la consommation adossés à leur contre-valeur. Les versements de dividendes par les sociétés, eux aussi à des niveaux historiquement élevés (1 516 Mds € dans le monde en 2023, selon un rapport de Janus Henderson), confortent de même régulièrement le train de vie des ménages américains.
- Une moindre sensibilité que par le passé des agents économiques à la hausse des taux d'intérêt. Depuis la crise des « subprimes », la très grande majorité des crédits immobiliers des ménages ont été basculés vers des taux fixes, et

ces taux ont été régulièrement renégociés à la baisse quand c'était possible, donc à des niveaux bien inférieurs aux niveaux actuels. De même, beaucoup d'entreprises ont été opportunistes lors de la COVID, ayant profité de l'occasion pour emprunter à des taux historiquement bas, et ce n'est probablement qu'à partir de 2026 (dans l'hypothèse d'emprunts contractés en 2020 ou 2021, et ayant une échéance à 5 ans ou au-delà,) que la question du coût de refinancement de ces emprunts pourrait redevenir sensible !

Cette liste d'arguments n'est évidemment pas exhaustive, mais elle a le mérite de montrer qu'il est effectivement encore difficile de chiffrer avec un niveau confortable de fiabilité les grands paramètres de l'économie américaine.

**« C'est curieux
comme les dieux
s'abstiennent
de parler eux-
mêmes dans les
cas difficiles »
(J.Giraudoux - La
guerre de Troie n'aura
pas lieu)**

Les révisions économiques les plus significatives durant les derniers mois étant concentrées sur la croissance américaine, la FED est logiquement très embarrassée cette année pour ses décisions de politique monétaire. À ce stade, l'hypothèse d'une baisse des taux à venir reste officiellement confirmée par son président J.Powell, mais ce dernier, en bon avocat de formation, a pris de nombreuses

précautions oratoires pour ne surtout pas s'avancer quant à son calendrier. La baisse des taux sera subordonnée à l'évolution des statistiques d'inflation et d'emploi, ce que les investisseurs nomment la « data dependance », autrement dit rien ne devrait intervenir avant le Comité de la FED de juillet au plus tôt. Le second questionnement des investisseurs est de savoir quelle pourrait être l'ampleur des baisses de taux cumulées effectuées par la FED sur 2024 et 2025 et, là aussi, la « data dependance » est mise en avant pour éluder la question. Le dernier

point d'interrogation est de savoir si un « cycle » de baisses systématiques des taux sera engagé ou bien est-ce que cela restera discrétionnaire lors de chaque réunion ? Petit rappel qui a son importance, l'agenda de fin d'année se télescope avec celui de la présidentielle américaine, et la FED préfère généralement ne pas politiser ses décisions monétaires en s'abstenant d'agir à ce moment-là, d'où la probable neutralisation de la réunion du 7 novembre, trop proche de la présidentielle du 5 novembre.

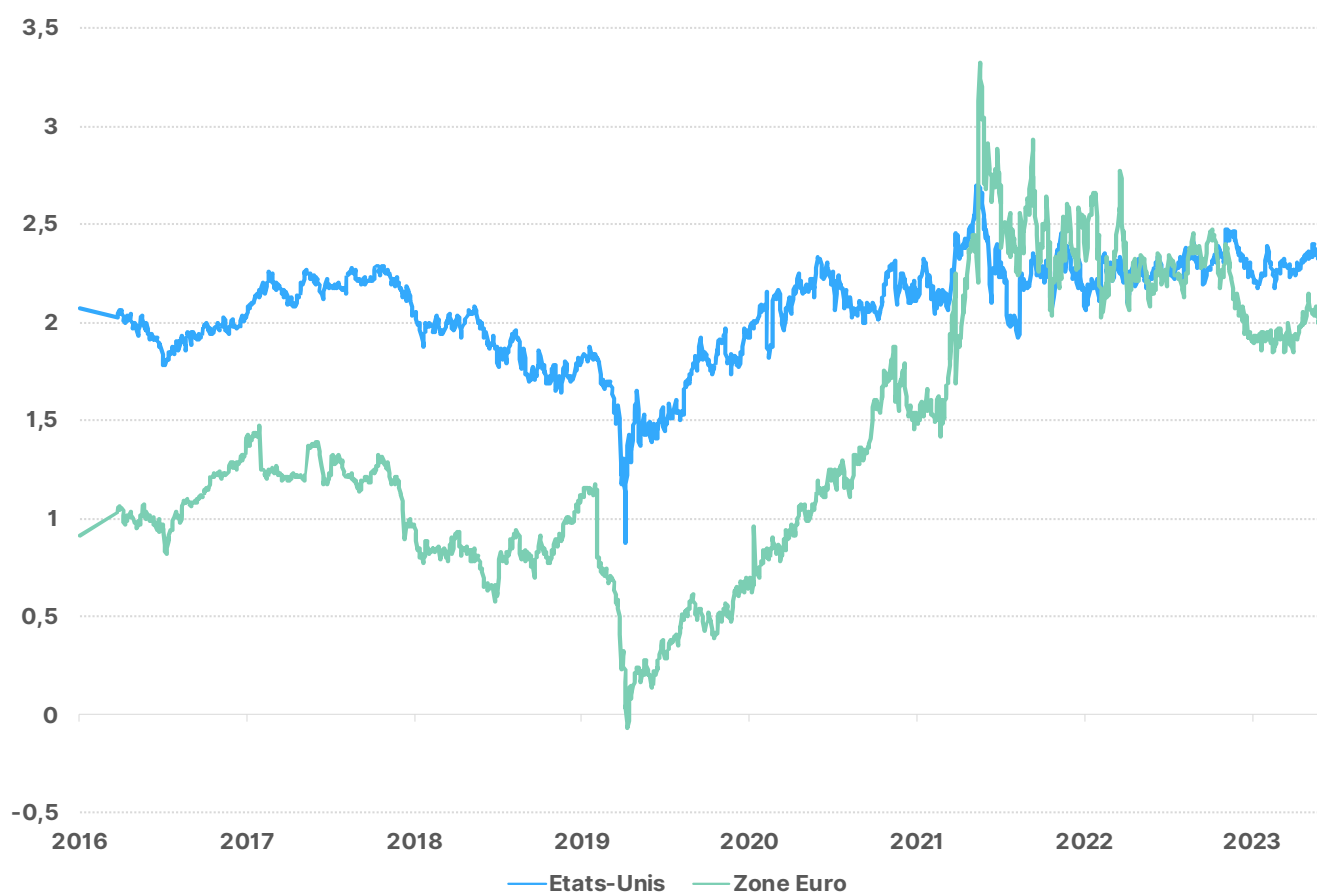
Agenda de la FED fin 2024 et présidentielle américaine				Sources : Refinitiv, WeSave
Juin 12/06/2024 Réunion trimestrielle de la Fed (avec mise à jour de ses prévisions économiques)	Juillet 31/07/2024 Réunion de la Fed	Août 22 au 24/08/2024 Réunion des banquiers centraux à Jackson Hole	Septembre 18/09/2024 Réunion trimestrielle de la Fed (avec mise à jour de ses prévisions économiques)	
Octobre	Novembre 05/11/2024 Présidentielle américaine 07/11/2024 Réunion de la Fed	Décembre 18/12/2024 Réunion trimestrielle de la Fed (avec mise à jour de ses prévisions économiques)		

Si aucune baisse de taux n'est finalement effectuée en juillet, la réunion annuelle des grands banquiers centraux de Jackson Hole (Wyoming), en août, pourrait offrir à J.Powell une bonne occasion de préciser les choses. L'objectif de la FED reste de parvenir à un atterrissage en douceur de l'économie, et de ne surtout pas casser la croissance nationale par un excès de zèle restrictif : le biais accommodant l'emporte donc probablement sur la matérialité de certaines statistiques. Ainsi, la traditionnelle cible de 2% d'inflation de la FED pourrait n'être finalement

qu'une indication de tendance et non pas un objectif strict qu'il conviendrait de constater. Par ailleurs, la FED se doit d'être prospective, et elle doit donc conserver une vision de moyen terme, quand les investisseurs et leurs algorithmes sur-réagissent souvent à quelques données instantanées. Les anticipations d'inflation par les agents économiques indiquent un équilibre à terme autour de 2% à 2,5% : la crédibilité de l'action de la FED reste donc bien ancrée à ce stade !

Inflation anticipée pour les 5 ans à venir

Sources : Refinitiv, WeSave



Le focus portant jusqu'alors sur l'inflation pourrait s'estomper au profit du 2nd mandat de la FED : l'emploi. En effet, les signaux faibles s'accumulent pour indiquer que l'emploi pourrait être désormais moins bien orienté : les postes d'intérim ont fortement diminué, les annonces de licenciements sont de nouveau fréquentes (notamment dans des activités de services, telle que la technologie), les démissions sont de moins en moins nombreuses et sous les niveaux d'avant COVID (2,1% du total des emplois désormais), les américains sont de plus en plus nombreux à cumuler plusieurs emplois simultanément, les postes disponibles non pourvus diminuent (5,1% du total des emplois désormais), les salaires progressent encore mais à un rythme moindre... La FED, si elle le souhaite, pourrait donc

aisément justifier une baisse de ses taux directeurs par la dégradation en cours de la dynamique de l'emploi.

“ La FED, si elle le souhaite, pourrait donc aisément justifier une baisse de ses taux directeurs par la dégradation en cours de la dynamique de l'emploi.

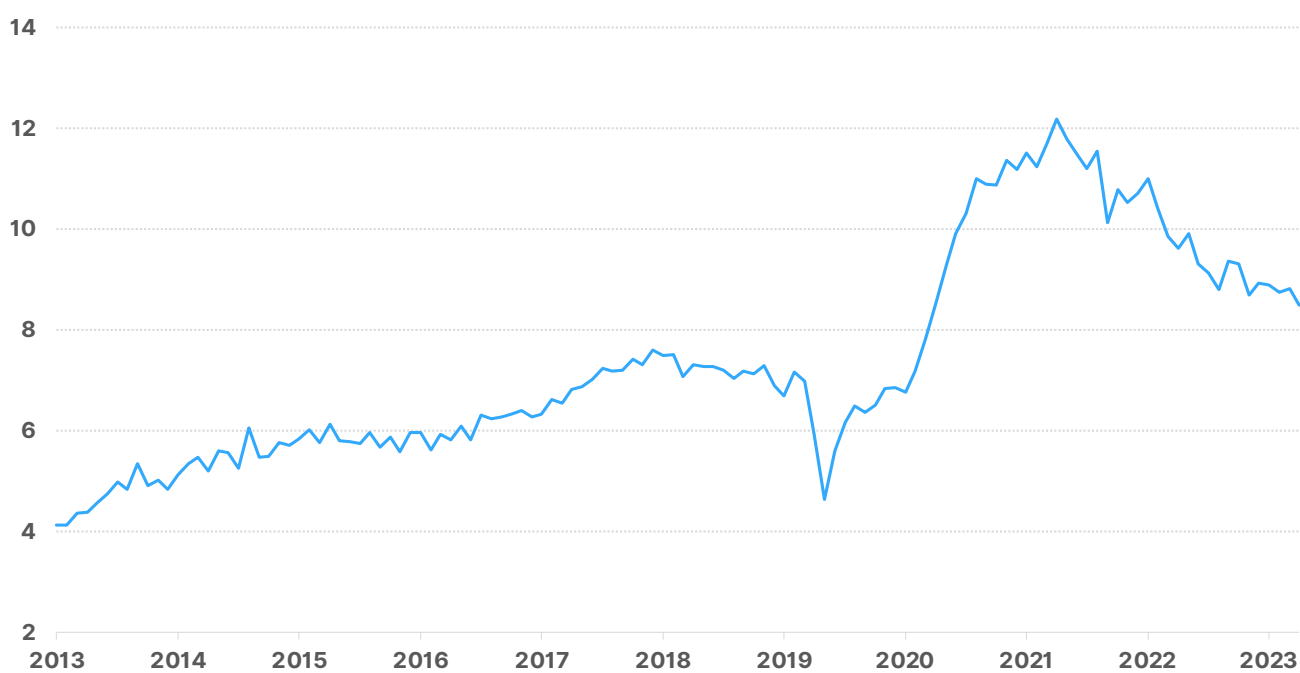
Démissions des employés américains (en millions)

Sources : Refinitiv, WeSave



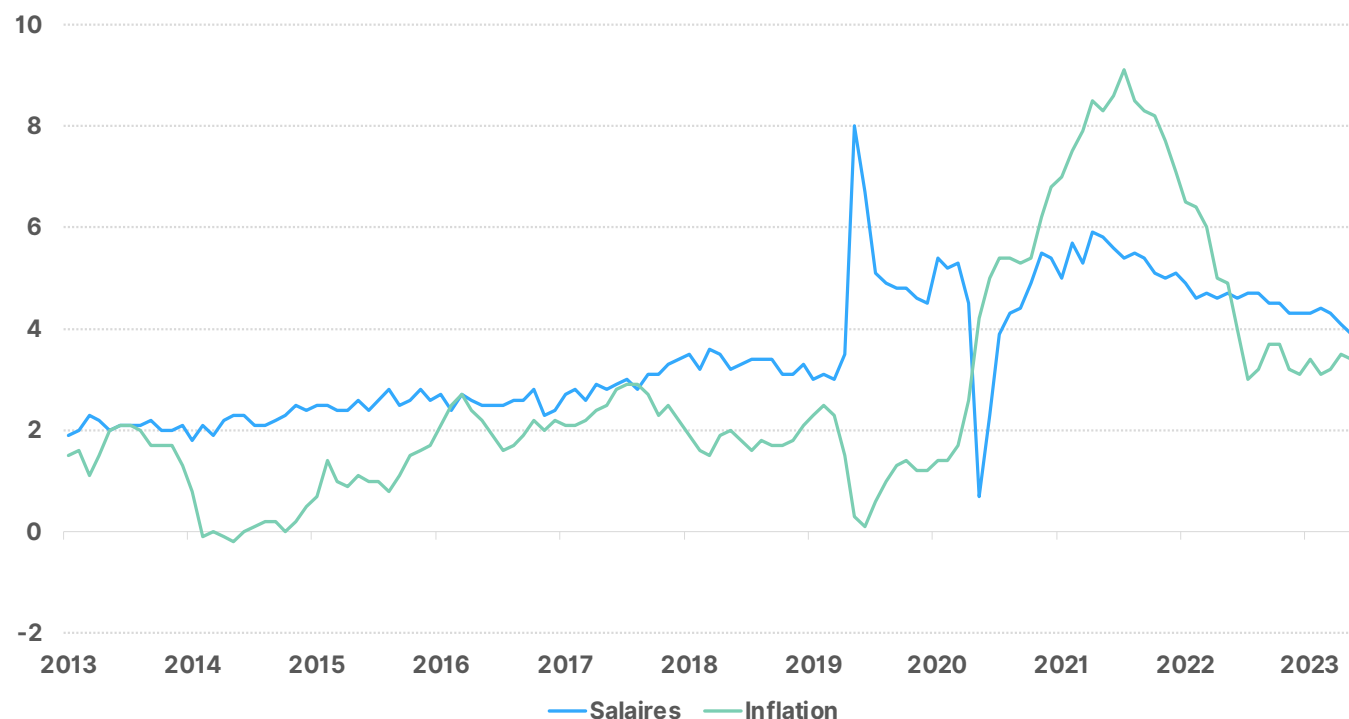
Emplois américains non pourvus (en millions)

Sources : Refinitiv, WeSave



Progression en rythme annualisé de l'inflation et des salaires aux Etats-Unis (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



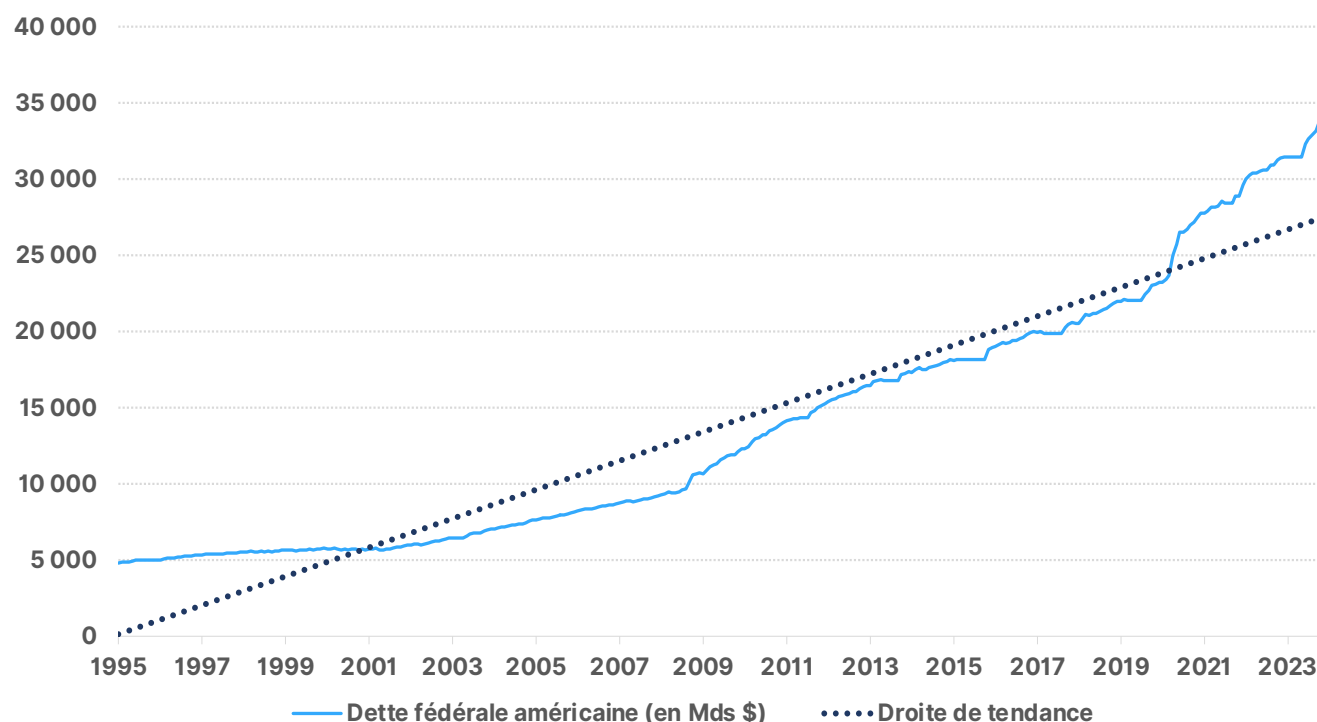
Bien que ce ne soit pas sa mission à proprement parler, la FED peut aussi se souvenir que la dette américaine progresse aujourd'hui au rythme exceptionnel de +1 000 Mds \$ additionnels tous les 100 jours, pour atteindre un cumul de 34 000 Mds \$, et qu'une charge excessive de remboursement de la dette asphyxierait le pouvoir d'intervention budgétaire de l'Etat. De ce point de vue, que J.Biden ou D.Trump soit élu, les déficits budgétaires et la dette du pays devraient tous deux rester mal orientés. Le fait que la FED ait décidé de diminuer son « quantitative tightening » montre qu'elle a bien conscience que la question du financement des obligations émises par le Trésor américain pourrait être un jour un sujet sensible ! Par ailleurs, même si le sujet est désormais moins commenté par les médias, l'immobilier commercial et de bureaux américain reste très dégradé et le choc bancaire de mars 2023 a montré que beaucoup de banques commerciales régionales y sont très exposées, d'où

un risque de fragilité financière persistant pour le pays. La FED étant garante de la stabilité financière américaine, c'est là une pression discrète mais efficace pour justifier de baisser ses taux directeurs.

Le fait que la FED ait décidé de diminuer son « quantitative tightening » montre qu'elle a bien conscience que la question du financement des obligations émises par le Trésor américain pourrait être un jour un sujet sensible !

Dettes américaine (en Mds \$) et sa droite de tendance

Sources : Refinitiv, WeSave



La FED doit donc trouver le juste équilibre entre fermeté et pragmatisme. Aujourd'hui, son taux directeur est à 5,5% pour une inflation faciale à 3,5% ... soit un taux d'intérêt réel (différence entre les 2) positif de 2%, ce qui semble être déjà très restrictif. Ce raisonnement reste toutefois simpliste et, afin de l'affiner, on peut considérer que le taux directeur « neutre » pour l'économie pourrait être plutôt celui qui équivaudrait à la croissance en volume du pays (donc celle du PIB) à quoi on ajouterait l'inflation. Pour 2024 on arriverait alors à un PIB en valeur de 5,6% (2,4% + 3,2%), et le taux directeur de la FED serait donc encore +0,1% INFÉRIEUR à sa cible, justifiant le statu-quo actuel. Pour 2025, ce même calcul conclut à un PIB en valeur de 4,3% (1,8% + 2,5%), soit un potentiel de baisse des taux par la FED de -1,2%. Sans pour autant indiquer ce que seraient la bonne date de démarrage des baisses de taux ou bien leur fréquence souhaitable, ce calcul de coin de table a le mérite d'orienter déjà les réflexions

des investisseurs. Sa limite reste évidemment que les données du PIB ou de l'inflation américaine pour 2025 pourraient être encore révisées à la hausse ou à la baisse !

« Ce raisonnement reste toutefois simpliste et, afin de l'affiner, on peut considérer que le taux directeur « neutre » pour l'économie pourrait être plutôt celui qui équivaudrait à la croissance en volume du pays (donc celle du PIB) à quoi on ajouterait l'inflation.

Calcul théorique du «taux directeur neutre» de la FED et de la BCE

Sources : Refinitiv, WeSave

2024	État-Unis	Zone Euro
PIB	2,4%	0,7%
Inflation	3,2%	2,4%
PIB + inflation (1)	5,6%	3,1%
Taux directeur (FED ou BCE) (2)	5,5%	4,5%
Taux neutre (1-2)	0,1%	-1,4%
2025	État-Unis	Zone Euro
PIB	1,8%	1,3%
Inflation	2,5%	2,1%
PIB + inflation (1)	4,3%	3,4%
Taux directeur (FED ou BCE) (2)	5,5%	4,5%
Taux neutre (1-2)	-1,2%	-1,1%

« C'est là la difficulté de la vie, de distinguer, entre les êtres et les objets, celui qui est l'otage du destin »
(J.Giraudoux - La guerre de Troie n'aura pas lieu)

La FED temporisant pour effectuer sa première baisse de taux, et ne donnant pas d'indication quant à l'ampleur et la fréquence des baisses qui auraient lieu par la suite, c'est évidemment là une source de

préoccupation importante pour les investisseurs : cela ouvre le champ des scénarios possibles (d'où d'importantes divergences d'allocation d'actifs), provoque une hypersensibilité des marchés à la publication de certaines statistiques économiques, et engendre de la volatilité sur les actifs cotés.

Les devises

Les devises sont très affectées par ces incertitudes et par ces reports de baisse des taux américains. En effet, les devises sont fortement influencées par les différentiels de rendements obligataires proposés entre les pays, et une politique monétaire américaine plus durablement restrictive renforce en relatif le Dollar face aux autres devises : il faut acheter du Dollar pour pouvoir ensuite placer ses capitaux sur les obligations américaines aux rendements élevés. Pire encore, les attermoissements de la FED provoquent aussi celui d'autres Banques centrales qui comptaient

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

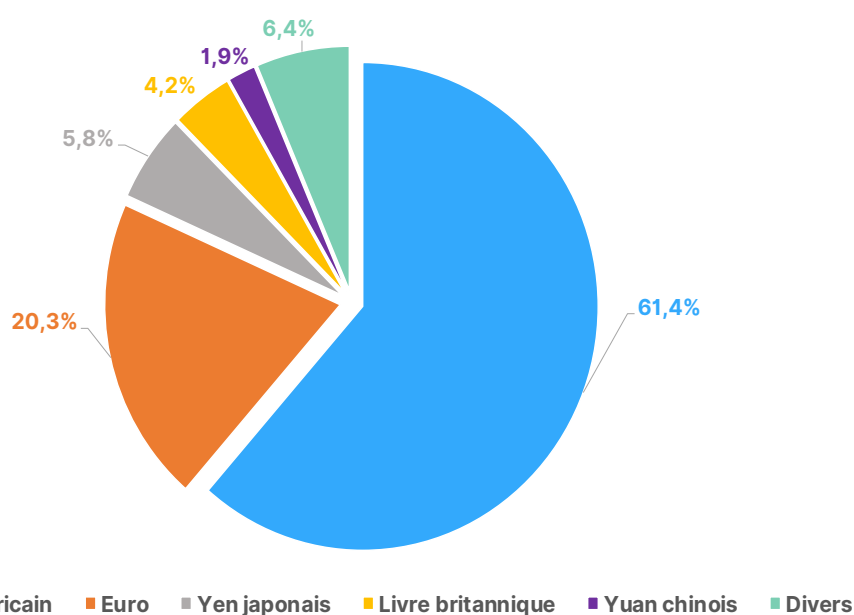
sur les baisses des taux directeurs américains pour pouvoir elles aussi baisser les leurs sans dégrader la valeur relative de leur devise. Plusieurs pays émergents ont ainsi été contraints de maintenir, voire de relever leurs taux directeurs, en partie du fait de la force du Dollar. Facteur aggravant, le Dollar est la principale devise de transaction au monde et, si vous importez des produits de l'étranger, cela vous coûte évidemment plus cher si le Dollar est fort : vous importez alors de l'inflation ! Ce phénomène « d'inflation importée » explique pourquoi, malgré une croissance économique anémique dans la zone, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait devoir réduire ses ambitions en termes de baisses de taux : il y a un effet de contagion des décisions de la FED. Pour les entreprises, la volatilité des devises peut fortement compliquer leur gestion courante : ce facteur explique probablement en partie les interventions récentes sur les marchés des changes des autorités japonaises pour défendre le Yen. Dans les portefeuilles, le choix de s'exposer ou non à certaines devises peut changer radicalement la performance finalement obtenue, d'où l'attention qu'il convient d'y accorder, et la

moindre performance persistante des actifs des pays émergents s'explique probablement, entre autres, par la bonne tenue du Dollar.

“ Dans les portefeuilles, le choix de s'exposer ou non à certaines devises peut changer radicalement la performance finalement obtenue, d'où l'attention qu'il convient d'y accorder, et la moindre performance persistante des actifs des pays émergents s'explique probablement, entre autres, par la bonne tenue du Dollar.

Devises dans le monde

Sources : Refinitiv, WeSave



Les obligations

Fort logiquement, les obligations sont l'actif financier le plus sensible aux reports monétaires américains. Ainsi que nous l'avons décrit précédemment, les décisions américaines affectent très directement les politiques monétaires des autres pays ou des autres zones : ce ne sont donc pas seulement les baisses des taux américains qui « manquent à l'appel » sur les marchés financiers en ce début d'année, mais celles de très nombreux pays. Le prix des obligations évoluant en sens inverse de leur rendement, c'est donc une baisse des obligations que l'on observe depuis le début d'année, là où le consensus misait sur une appréciation de cette classe d'actifs. Fort heureusement, les coupons versés par les obligations étant désormais plus élevés, cela atténue

l'impact de la baisse des obligations. La croissance économique restant solide, voire étant relevée pour les États-Unis, le risque de défaut de paiement des entreprises sur leurs obligations s'atténue, d'où leur bonne tenue relative par rapport aux obligations émises par les États. Bien que la FED ait reporté sa première baisse de taux, cette dernière demeure le scénario de loin le plus probable; c'est pourquoi, avec des rendements élevés comme « poire pour la soif », détenir des obligations est une allocation logique et qui finira par payer. La BCE devant baisser une 1ère fois ses taux dès juin, et les finances publiques européennes étant mieux surveillées que celles des États-Unis (cf. règles budgétaires et d'endettement de l'Union Européenne), c'est pourquoi cette zone nous semble devoir être prioritaire pour l'exposition obligataire.

Evolution des rendements des obligations de l'Etat américain par échéance entre la fin d'année 2023 et fin mai 2024

Sources: Refinitiv, WeSave

	1 an	2 ans	3 ans	5 ans	7 ans	10 ans	20 ans	30 ans
Déc 2023	4,77%	4,25%	4,00%	3,83%	3,86%	3,86%	4,18%	4,02%
Mai 2024	5,19%	4,88%	4,68%	4,51%	4,51%	4,50%	4,73%	4,65%
Évolution	0,42%	0,63%	0,68%	0,68%	0,65%	0,64%	0,55%	0,63%

Les actions

Le niveau des taux d'intérêt a bien entendu un impact sur la valorisation des actions (cf. calcul d'actualisation des revenus futurs) et donc sur la cherté des sociétés et des indices boursiers mais, tant que la croissance économique se maintient ou est même révisée en hausse comme c'est le cas pour les États-Unis, cela ne semble pas devoir être un sujet de préoccupation significatif. Les publications trimestrielles et les discours tenus par les dirigeants

d'entreprises montrent leur confiance persistante dans leurs perspectives et dans la bonne tenue de leurs marges bénéficiaires : les achats sur repli effectués par les investisseurs depuis le début d'année sont donc cohérents avec l'actuel contexte. Si la baisse des taux directeurs à venir ne devait être qu'un ajustement « technique » de la part des banquiers centraux, afin d'adapter le niveau des taux d'intérêts réels à mesure que l'inflation diminue, alors les actions pourraient progresser encore car le financement de leurs investissements leur coûterait

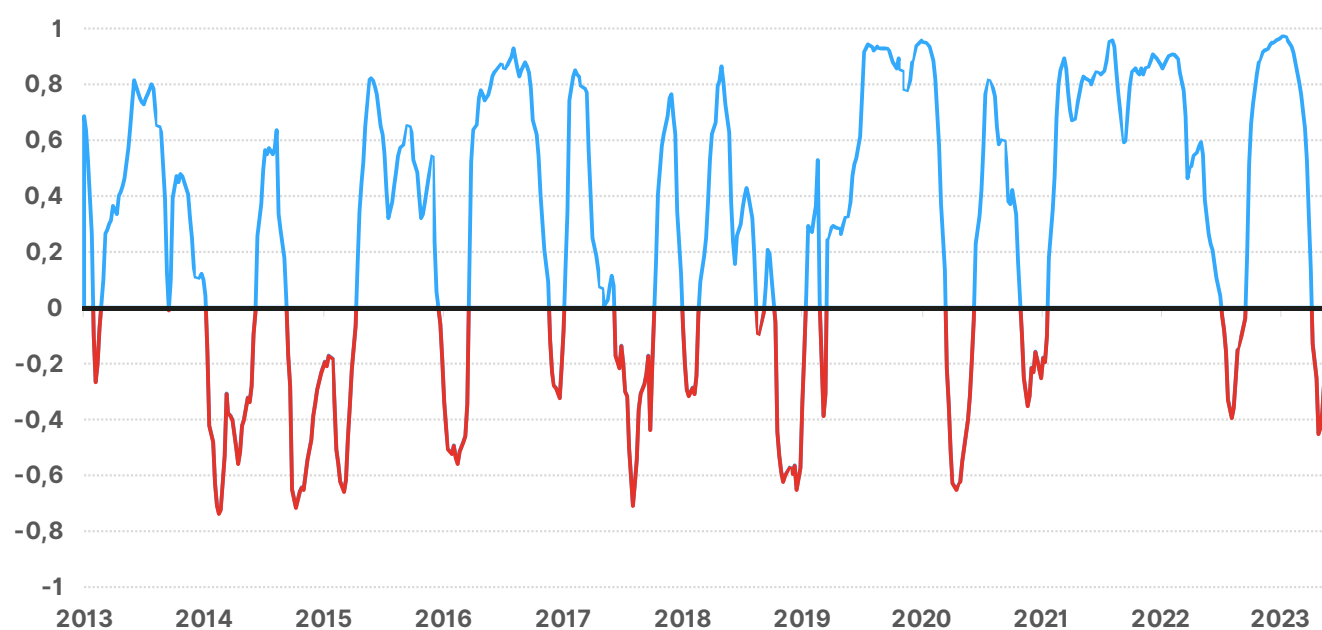
désormais moins cher. Si la baisse des taux directeurs cherchait en revanche à contrecarrer un soudain ralentissement économique, une crise financière, ou tout autre choc inattendu, alors la baisse des taux ne serait pas forcément une protection suffisante pour les actions. Il conviendra donc de bien analyser, lorsqu'elle aura lieu, la motivation de baisse des taux directeurs. Parce que la baisse à venir des taux directeurs devrait être mécaniquement favorable aux cours des obligations, ce sont aussi d'éventuels arbitrages entre actions et obligations que les actions pourraient potentiellement craindre : il conviendra de surveiller alors plus étroitement les flux entre ces deux classes d'actifs, mais c'est surtout le monétaire qui devrait en souffrir ! La baisse des taux aura aussi logiquement pour effet de provoquer des rotations entre secteurs car les sociétés très endettées ou ayant besoin d'emprunter beaucoup de capitaux seraient alors plus attrayantes qu'aujourd'hui, leurs charges de remboursement baissant d'autant. À l'inverse, les multinationales disposant de trésoreries pléthoriques et aujourd'hui très bien rémunérées y

perdraient un peu de leur attrait relatif. Au sein des actions, les petites capitalisations boursières et les émergents pourraient être aussi des segments de la cote qui trouveraient enfin dans la baisse des taux directeurs un catalyseur acheteur qui leur fait défaut depuis de nombreuses années.

Si la baisse des taux directeurs cherchait en revanche à contrecarrer un soudain ralentissement économique, une crise financière, ou tout autre choc inattendu, alors la baisse des taux ne serait pas forcément une protection suffisante pour les actions.

Corrélation entre actions et obligations en base hebdomadaire (>0 corrélation / <0 corrélation inverse)

Sources : Refinitiv, WeSave



Conclusion :

La baisse des taux américains aura donc lieu, même si ses modalités sont encore incertaines, et il nous semble qu'elle devrait être plutôt favorable pour les marchés. La patience n'étant, hélas, pas le fort des marchés financiers, on ne peut toutefois pas exclure quelques pointes de nervosité ponctuelles, et la moindre liquidité boursière durant l'été pourrait exacerber ces dynamiques. C'est pourquoi nous concluons ces réflexions par une dernière citation de La guerre de Troie n'aura pas lieu de J.Giraudoux : **« Personne, même le destin, ne s'attaque d'un cœur léger à la passion » !**

Le responsable de l'équipe de gestion

Vincent Lequertier a de nombreuses années 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



Taux de marge bénéficiaire nette des sociétés du S&P500.

La marge bénéficiaire est la différence entre le prix de vente et le coût de revient d'un produit, alors que le taux de marge bénéficiaire permet de savoir combien une société gagne en pourcentage chaque fois qu'elle vend sa production.

Depuis 2019, le taux de marge bénéficiaire américain a fluctué entre 8,2% (creux de la COVID) et 13% début 2021 (pic dû aux pénuries et à la réouverture économique).

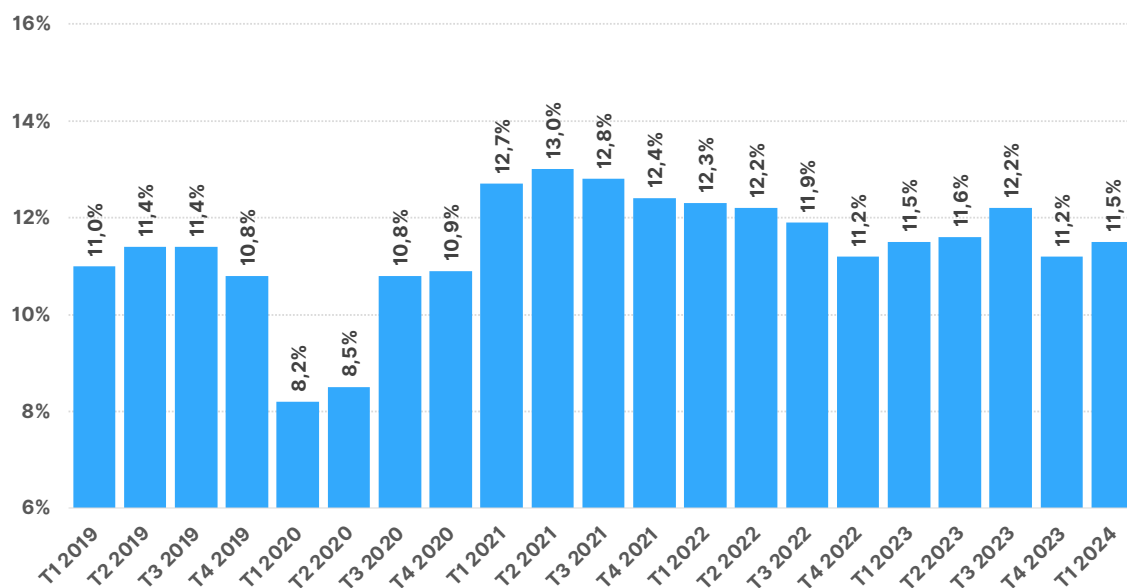
En moyenne, il a été de 11,4% durant cette période.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Les investisseurs s'inquiètent des niveaux élevés des actions, et plus particulièrement des marchés américains. La question est donc de savoir si ces valorisations et performances sont justifiées par les fondamentaux, d'où l'intérêt d'analyser l'évolution des marges bénéficiaires. Depuis leur trou d'air dû à la COVID, ces dernières se maintiennent, trimestre après trimestre, au-dessus de 11%, ce qui est un niveau particulièrement élevé. Il est évident que beaucoup d'entreprises ont profité de l'hyperinflation récente pour faire passer des hausses de prix supérieures à la hausse de leurs charges, mais c'est aussi l'excellente qualité de gestion par les dirigeants qu'il faut souligner. L'intelligence artificielle pourrait contribuer à améliorer à l'avenir la productivité, et donc conforter ces marges bénéficiaires.

Taux de marge bénéficiaire nette des sociétés du S&P500.

Sources : FactSet, WeSave



Performance annuelle du S&P500 américain et les points bas annuels correspondants.

Le S&P500 est le principal indice des actions américaines qui est composé, comme son nom l'indique, d'environ 500 sociétés cotées en bourse.

Les actions américaines ont un historique de performance très favorable depuis de nombreuses décennies : une progression de +10,2% en moyenne sur les 45 dernières années.

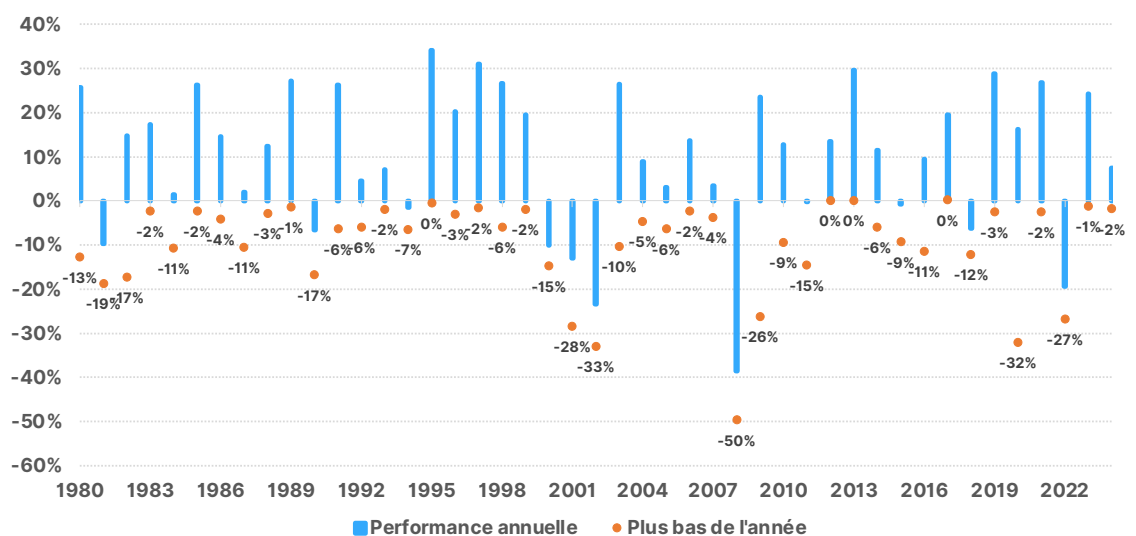
Les progressions de l'indice ne doivent pas faire oublier que durant l'année, l'indice peut baisser significativement : en moyenne -9,8% chaque année.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Une des principales caractéristiques des marchés d'actions est leur volatilité. Cette dernière est généralement mise en avant pour alerter quant au risque encouru par l'épargnant. Mais la volatilité peut aussi être un atout si elle est bien appréhendée et exploitée. En 45 ans, le S&P500 a progressé en moyenne de +10,2%, et les points bas annuels ont été en moyenne de -9,8%, soit un écart de 20% entre ces deux données. Autrement dit, l'investisseur ayant la chance d'acheter au plus bas peut espérer en moyenne un gain de 20% sur son investissement. Durant ces 45 années, l'indice a baissé à 11 reprises, donc ¼ du temps, et la baisse moyenne a été de -11,8%. Les années de hausse, l'indice a gagné +17,4% en moyenne. La volatilité des actions américaines, sur la durée, est donc plutôt un atout à exploiter par l'épargnant.

Performance annuelle du S&P500 américain et les points bas annuels correspondants.

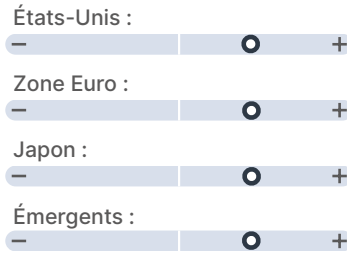
Sources : Banque de France, WeSave



ACTIONS



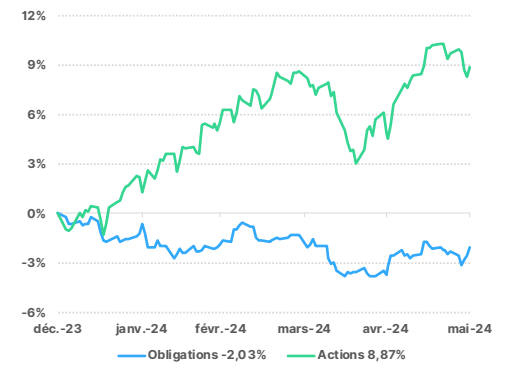
Sous-pondéré Sur-pondéré



Après une pause en avril, les indices d'actions ont repris leur dynamique haussière en mai. Ces progressions s'expliquent d'abord par la bonne résistance de la croissance américaine, mais aussi par quelques surprises favorables en provenance d'Europe et de Chine : la croissance mondiale donne des signaux de re-synchronisation. Ces messages favorables sont confortés par les annonces des sociétés lors de leurs publications de résultats : même si les chiffres d'affaires patinent parfois, les marges bénéficiaires restent solides et

Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

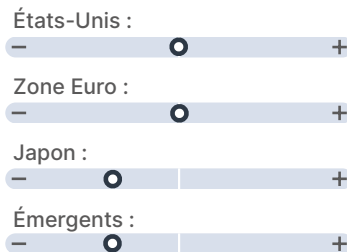


les perspectives sont bien orientées. Les quelques prises de bénéfices ponctuelles proviennent des incertitudes récurrentes quant aux baisses de taux directeurs. Notre conviction demeure qu'un cycle de long terme d'investissement par les États et par les entreprises est engagé, justifiant notre surpondération persistante sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



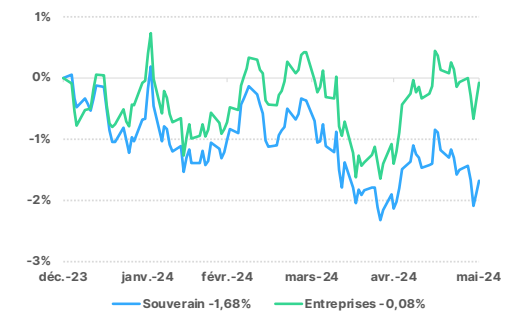
Sous-pondéré Sur-pondéré



En mai, la volatilité a été forte sur les marchés obligataires. En début de mois, le président de la FED a plutôt rassuré les investisseurs en excluant l'hypothèse d'une hausse des taux, mais aussi en atténuant la pression exercée par les moindres achats d'obligations américaines (i.e. le "quantitative tightening"). Le calendrier de baisse des taux directeurs dépendra des statistiques d'inflation et de l'emploi et, de ce point de vue, celles du mois de mai laissent plutôt entendre qu'il faudra

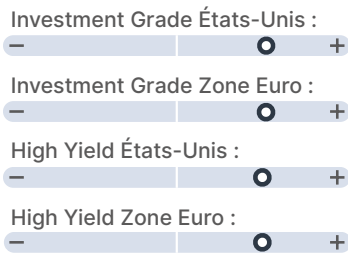
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



encore patienter. Ces statistiques, mais aussi une plus grande difficulté rencontrée ponctuellement par le Trésor américain à placer certaines de ses obligations ont fait chuter les marchés obligataires en fin de mois. A ce stade, la croissance économique restant résiliente, les obligations d'entreprises nous semblent toujours devoir être privilégiées par rapport aux obligations des États.

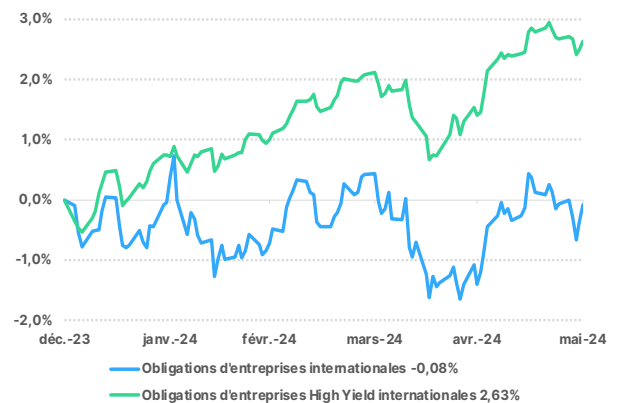
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Bien que le mois de mai ait de nouveau été erratique sur les marchés d'obligations, celles d'entreprises ont continué de mieux se comporter en relatif par rapport aux obligations des États. Si les marchés obligataires sont agités, c'est parce que le calendrier et l'intensité des baisses de taux à venir restent des sujets de préoccupation pour les investisseurs, et cela s'explique par la bonne tenue persistante de la croissance économique mondiale. En conséquence, le risque de défaut de paiement par les entreprises sur leurs remboursements obligataires devrait rester

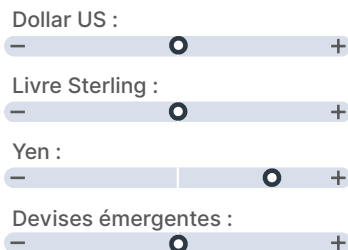
Performance des obligations d'entreprises dans le monde (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



contenu, d'où l'intérêt que les investisseurs portent à ces actifs offrant des coupons généralement bien plus élevés que ceux des États. Nous maintenons notre surpondération sur les obligations d'entreprises, privilégiant néanmoins en priorité les entreprises les plus solvables.

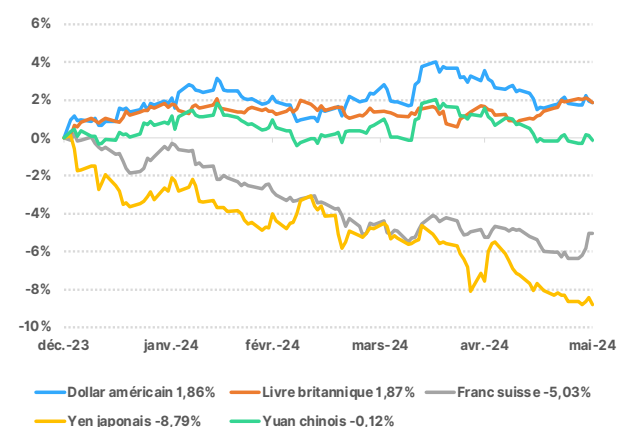
DEVISES



La nervosité des marchés obligataires en mai, due aux incertitudes quant à l'agenda des baisses de taux directeurs américains, a eu finalement des effets assez modérés et même paradoxaux sur les devises. La FED paraissant devoir reporter ses baisses de taux alors que la BCE baissera les siens en juin, le Dollar aurait dû s'apprécier en relatif, et pourtant il a reculé durant le mois. L'influence des différentiels de taux semble donc s'estomper désormais et le Dollar est plutôt redevenu un indicateur d'appétit ou non pour le risque : son recul en mai est plutôt un signal favorable pour les actifs

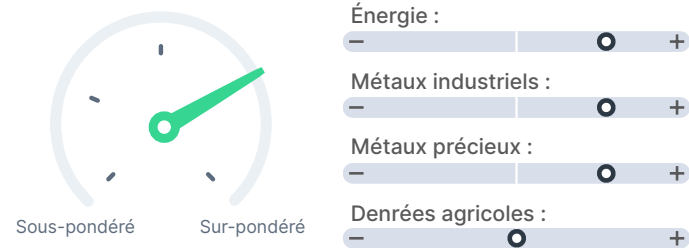
Performance des grandes devises face à l'Euro (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



réputés risqués. Le mois de mai a aussi été caractérisé par plusieurs interventions des autorités japonaises pour soutenir le Yen, dont la faiblesse persistante est désormais jugée contre-productive pour le pays. Il convient d'être très attentif aux impacts des devises sur les performances des actifs et de l'épargne.

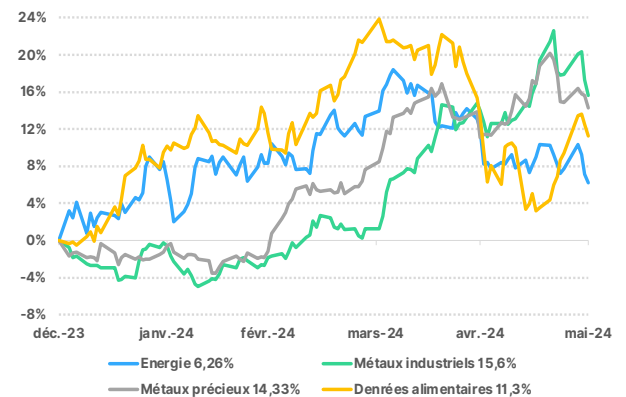
MATIÈRES PREMIÈRES



Les matières premières sont la classe d'actifs la plus performante cette année, mais la dispersion entre sous-segments est importante et la volatilité est forte. Les métaux industriels en sont les principaux gagnants, les industriels reconstituant leurs stocks. Les métaux précieux sont les seconds gagnants, les achats récurrents d'or par les Banques centrales y contribuant certainement pour beaucoup. Les denrées agricoles sont particulièrement volatiles, et les aléas climatiques devraient entretenir cet état de fait. Le pétrole se maintient autour de 80\$, prix satisfaisant pour les producteurs comme pour les acheteurs, mais

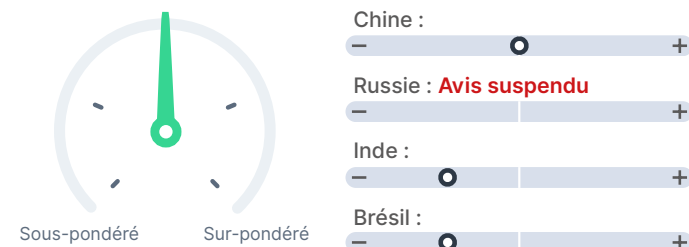
Performance des indices de matières premières (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



sa fourchette de fluctuation reste large (75\$-90\$ environ) et les prochaines décisions de l'OPEP sont attendues avec impatience. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous paraît être engagé : nous maintenons notre surpondération sur cet actif.

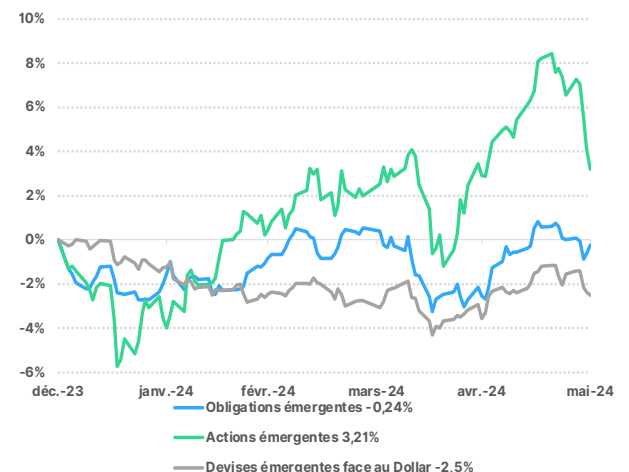
ÉMERGENTS



Le mois de mai a été un peu plus favorable en relatif pour les actifs émergents, bien qu'ils restent en retard depuis le début d'année vis-à-vis des homologues des pays développés. Le recul du Dollar durant le mois a probablement été un premier facteur favorable encourageant les investisseurs à diversifier leurs allocations en dehors des États-Unis. Les signaux envoyés par les autorités chinoises pour soutenir leur économie et atténuer la crise immobilière nationale ont aussi eu un impact important car les actifs chinois restent un poids déterminant au sein des actifs

Performances des actifs émergents (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

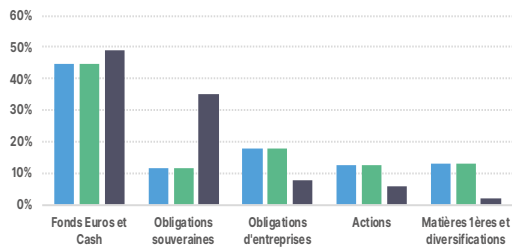


émergents. La baisse à venir des taux directeurs américains pourrait accentuer ce momentum plus favorable des émergents. A ce stade, nous continuons de privilégier dans nos allocations une exposition plutôt indirecte aux pays émergents, via leurs principaux partenaires occidentaux.

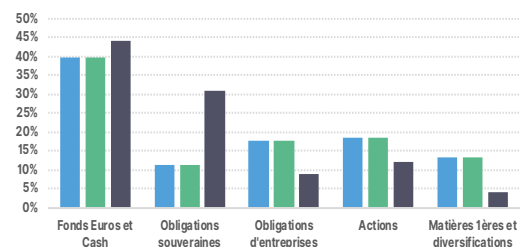
Comparatifs d'allocations entre Mai 2024, Juin 2024 et la stratégie long terme.

■ Juin 2024 ■ Mai 2024 ■ Allocation long-terme

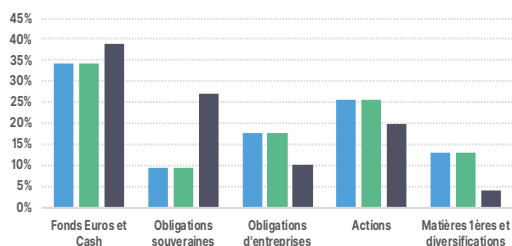
Profil 1 - Prudent



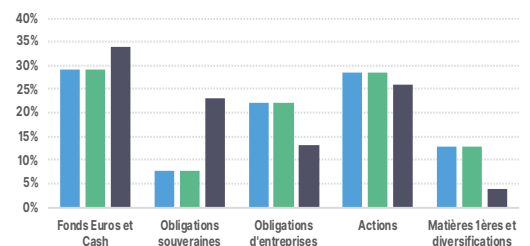
Profil 2 - Prudent



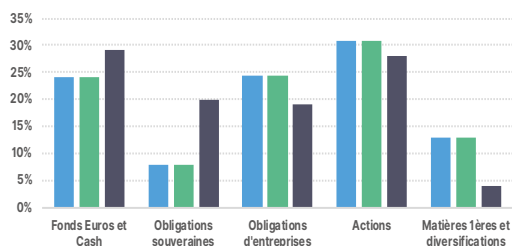
Profil 3 - Défensif



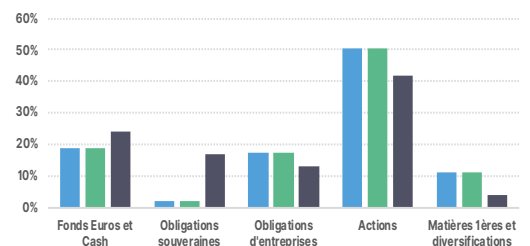
Profil 4 - Défensif



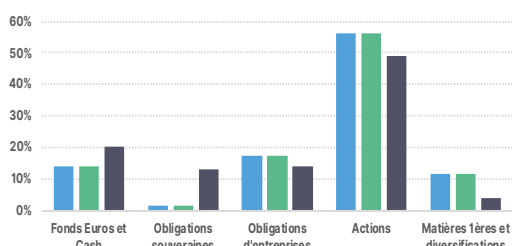
Profil 5 - Équilibré



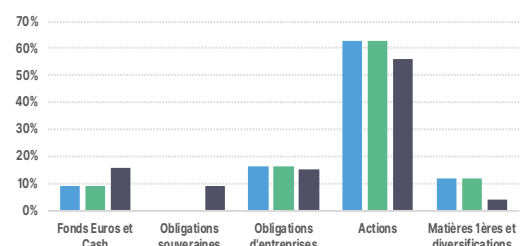
Profil 6 - Équilibré



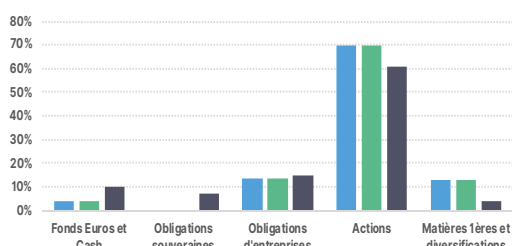
Profil 7 - Offensif



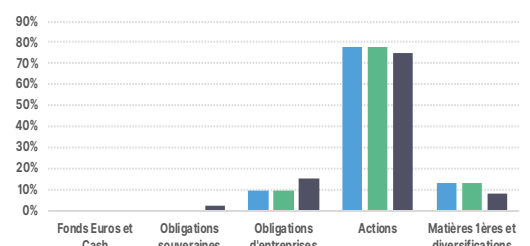
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Les élections ont-elles un impact sur les marchés financiers?

Les élections sont des moments charnières dans la vie politique d'un pays, suscitant souvent des attentes et des incertitudes qui peuvent avoir des répercussions économiques.

L'impact des élections sur les marchés financiers est un sujet important pour les investisseurs. Cet article examine comment les échéances électorales influencent les marchés financiers, en se basant sur des analyses historiques et des études économiques.

L'incertitude politique et la volatilité des marchés

L'incertitude politique est l'un des facteurs qui influencent les marchés financiers lors des élections. Avant les élections, les investisseurs peuvent adopter une attitude attentiste, ce qui entraîne souvent une baisse des volumes de transactions et une possible augmentation de la volatilité. Cette prudence s'explique par la difficulté à prédire les résultats électoraux et leurs conséquences économiques. Cela conduit donc à des mouvements de prix plus erratiques. Avant les élections, cette situation est fréquente car les investisseurs attendent de voir le résultat avant de s'engager pleinement sur le marché.

Par exemple, les élections présidentielles françaises de 2017 ont été marquées par une forte incertitude, en partie à cause de l'émergence de candidats non traditionnels comme Marine Le Pen. Durant cette période, l'indice CAC 40 a connu des fluctuations

importantes, reflétant les craintes et les espoirs des investisseurs quant aux orientations économiques futures du pays.

Les politiques économiques et leur impact sur les marchés

Les résultats des élections et les politiques économiques des nouveaux gouvernements

L'équipe des conseillers WeSave

Capucine est actuellement en train de suivre un programme en alternance dans le cadre de son master grande école, se spécialisant dans la gestion de patrimoine. Elle vient de rejoindre notre équipe de conseillers patrimoniaux pour un parcours de formation de deux ans. En nous rejoignant elle souhaite approfondir ses connaissances dans la sphère financière.



Capucine Caturla
Conseillère junior en
Gestion de Patrimoine

ont un impact direct sur les marchés financiers. Les investisseurs évaluent les programmes économiques des candidats et ajustent leurs portefeuilles en fonction des politiques fiscales, budgétaires et réglementaires envisageables.

L'élection de François Hollande en 2012, par exemple, a suscité des réactions mitigées sur les marchés financiers en raison de ses promesses de réformes fiscales et de régulation accrue des secteurs bancaires et financiers. À l'inverse, l'élection de Nicolas Sarkozy en 2007 avait été perçue plus favorablement par les marchés, en raison de son programme axé sur la libéralisation économique et la réduction des impôts.

Comparaison des programmes économiques de François Hollande (2012) et Nicolas Sarkozy (2007)

Politique	François Hollande (2012)	Nicolas Sarkozy (2007)
Fiscalité	Augmenter les impôts sur les personnes aisées	Réduire les impôts
Dépenses publiques	Augmenter les dépenses publiques	Réduire les dépenses publiques
Réforme marché du travail	Réformes protectionnistes du travail	Réformes libérales du travail
Réglementation financière	Réglementations financières plus strictes	Déréglementation du secteur financier

Les politiques économiques et leur impact sur les marchés

L'analyse des tendances historiques permet de mieux comprendre l'impact des élections sur les marchés financiers français. Historiquement, les marchés tendent à réagir positivement après les élections lorsque le résultat est perçu comme

favorable à l'économie, mais aussi du fait de la levée des incertitudes qui y sont associées.

Cependant, les réactions peuvent être négatives si les politiques proposées sont considérées comme potentiellement nuisibles à la croissance économique.

Les élections législatives et européennes peuvent également avoir un impact, bien que généralement moins prononcé que les élections présidentielles. Les investisseurs surveillent de près les majorités parlementaires, car elles déterminent souvent la capacité du gouvernement à mettre en œuvre ses réformes.

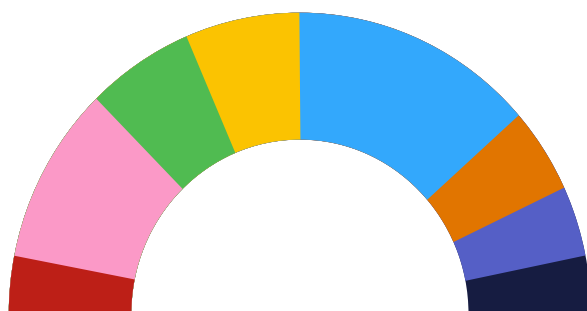
Les prévisions pour le Parlement européen en 2024

Les élections du Parlement européen de 2024 sont ainsi scrutées par les investisseurs pour leurs impacts potentiels sur les marchés financiers. Selon les sondages actuels, on anticipe un changement significatif dans la composition du Parlement, avec une possible montée en puissance des partis eurosceptiques et nationalistes. Cela pourrait affecter les politiques économiques et réglementaires de l'Union européenne.

“ Selon les sondages actuels, on anticipe un changement significatif dans la composition du Parlement, avec une possible montée en puissance des partis eurosceptiques et nationalistes.

Projection de la composition du Parlement européen par groupes politiques à l'issue des élections européennes de juin 2024

Sources : IFOP pour Euronews, WeSave



Groupe politique	Parlement actuel	Projection juin 2024	Evolution
● Gauche radicale (La Gauche - GUE/GNL)	37	42	+5
● Sociaux démocrates (S&D)	139	136	-3
● Écologistes et régionalistes (Greens - EFA)	72	55	-17
● Libéraux-démocrates (Renew)	102	85	-17
● Chrétiens démocrates (PPE)	176	177	+1
● Conservateurs eurosceptiques (ECR)	68	76	+8
● Nationalistes (ID)	58	81	+23
● Non inscrits (NI)	52	68	+16

Les projections de cette étude indiquent des mouvements importants au sein du Parlement Européen, avec des gains pour certains groupes minoritaires et des pertes pour les écologistes et libéraux-démocrates, signalant potentiellement un changement dans l'équilibre politique au niveau européen.

En effet, nous constatons une hausse significative au niveau des Nationalistes (ID) et des Non-Inscrits (NI) montrant une augmentation notable de leurs sièges, avec respectivement +23 et +16 sièges.

Nous constatons un déclin marqué avec les écologistes et régionalistes (Greens-EFA) et les Libéraux-démocrates (Renew) voient une diminution importante de 17 sièges chacun.

Nous nous apercevons d'une stabilité et de légères hausses pour la Gauche radicale (La Gauche - GUE/GNL) et les Conservateurs eurosceptiques (ECR) qui gagnent respectivement 5 et 8 sièges. Les Chrétiens-démocrates (PPE) restent relativement stables avec une légère augmentation d'un siège.

Enfin, une légère diminution est présente chez les Sociaux-démocrates (S&D) perdant 3 sièges.

Ces changements potentiels dans la composition du Parlement européen pourraient entraîner des ajustements significatifs dans les politiques européennes, en particulier en matière de réglementation financière, de politique budgétaire et de commerce. Les investisseurs doivent donc être attentifs à ces évolutions et ajuster leurs stratégies en conséquence.

Secteurs susceptibles de subir des variations

Plusieurs secteurs sont particulièrement sensibles aux résultats électoraux en France et au sein de l'Union européenne.

Secteurs	Impact Probable
Défense	Augmentation des dépenses militaires avec des partis nationalistes
Industrie	Promesses de réindustrialisation et soutien aux PME
Dettes souveraine	Fluctuations des taux d'intérêt selon la stabilité perçue

Le secteur de la défense : Les politiques de défense sont souvent influencées par les élections, notamment en matière de budget militaire et de coopération internationale. Une montée en puissance des partis nationalistes pourrait entraîner une augmentation des dépenses de défense et une révision des alliances stratégiques.

Le secteur industriel : Les politiques industrielles sont également très sensibles aux résultats

électoraux. Les promesses de réindustrialisation, de soutien aux PME et de transition énergétique peuvent fortement influencer les performances des entreprises industrielles.

Le secteur de la dette souveraine : Les élections peuvent affecter la perception de la stabilité économique d'un pays, influençant ainsi les taux d'intérêt et la prime de risque sur la dette souveraine. Des politiques budgétaires strictes ou, au contraire, des politiques de relance peuvent avoir des répercussions sur la dette publique et les obligations d'État.

WeSave continue de vous accompagner du mieux possible lors de ces événements complexes à analyser, grâce à notre gestion experte et à nos conseillers dédiés, afin de vous aider à prendre des décisions éclairées et à optimiser vos investissements.

Notre équipe de conseillers en gestion de patrimoine reste à votre disposition pour échanger avec vous si vous avez des questions par email à contact@wesave.fr ou par téléphone au **01 80 49 70 00**.

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 317 264,00 €, ayant pour numéro unique d'immatriculation 523 965 838 au RCS de Paris. N° ORIAS 15 004 968 (www.orias.fr) en qualité de Conseiller en Investissements Financiers (CIF), Courtier en Assurance, sous le contrôle de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), 4 Place de Budapest 75436 Paris Cedex 09. Adhérent à l'ANACOFI, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Garantie financière et assurance Responsabilité Civile Professionnelle conformes au Code des Assurances.