

# L'ÉCLAIREUR



N°95

## SOMMAIRE

**02**  
L'éclairage du  
gérant

**18**  
Vues des actifs

**16**  
Le point marchés  
financiers

**21**  
Nos vues tactiques  
et stratégiques

**17**  
Le point macro  
économie

**22**  
Pour aller plus  
loin

# L'Europe, au pied du mur

Dans un contexte géopolitique et économique déjà difficile, la réélection de D.Trump à la présidence des États-Unis soulève de très nombreuses interrogations pour l'Europe. Hasard du calendrier, la coalition gouvernementale tripartite allemande a volé en éclat le jour même de cette réélection. Le déclin relatif en cours de l'Europe est-il inexorable, et faut-il envisager de redéployer ailleurs dans le monde certains investissements effectués jusqu'à présent sur la zone ?

« L'Union européenne est devenue un empire bureaucratique qui cherche à dicter son modèle à tous. » (V.Klaus)

D.Trump est réélu, mais la situation est bien différente de son 1er mandat présidentiel. Celui-ci bénéficie désormais d'une légitimité politique importante, puisqu'ayant été élu par 74 millions d'électeurs, contre 70 millions pour sa rivale. Par ailleurs, il disposera d'un appui législatif décisif, la majorité du Congrès américain étant désormais en sa faveur : le rapport de force est de 53 élus Républicains contre 47 Démocrates au Sénat, et de 221 élus Républicains contre 214 Démocrates à la Chambre des Représentants. De plus, la Cour Suprême américaine est déjà dominée par les conservateurs (6 juges) face aux progressistes (3 juges), et le

jeu des nominations à venir par D.Trump ne peut que conforter cet écart aux incidences majeures. En 2026, D.Trump pourra également nommer le successeur de J.Powell à la tête de la Banque Centrale américaine (FED). Enfin, D.Trump a, cette fois-ci, élaboré en amont de l'élection une équipe dirigeante lui paraissant pertinente pour mettre pleinement et rapidement en œuvre sa politique, alors qu'il s'y était bien moins préparé en 2017. Par effet miroir de ces « pleins pouvoirs », la fragmentation et la fragilité politique actuelle des principaux pays européens ne peut qu'inquiéter quant à leur capacité à faire front commun face aux provocations déstabilisatrices à venir de D.Trump. Celui-ci aura en effet beau jeu d'amadouer certains pays européens par quelques concessions symboliques pour casser l'unité de la zone, dressant les uns contre les autres, et ramenant ainsi le rapport de force à des bras-de-fer bilatéraux que les États-Unis gagneront. Le manque de cohésion politique européen risque, de plus, d'atténuer ou de différer toute velléité de rétorsion qui s'imposerait normalement face aux divers « chantages » que D.Trump ne manquera pas d'exercer. Le rapport de force politique est donc très déséquilibré entre l'Europe et les États-Unis.

La première humiliation politique majeure que D.Trump pourrait infliger à l'Europe serait de mettre en application sa promesse de campagne : restaurer très vite la paix entre l'Ukraine et la Russie, mais en accordant notamment de très importantes concessions territoriales à la Russie (Crimée et Donbass ?). L'Europe ne pouvant pas se substituer financièrement ou militairement aux États-Unis dans ce conflit, elle ne pourrait que chercher à en limiter l'étendue. Une telle situation serait un aveu de faiblesse extrême pour la zone et, pour la Russie, cela pourrait être considéré comme un encouragement à effectuer de nouvelles agressions dans le futur. De plus, au vu de l'ampleur de leurs engagements respectifs dans ce conflit, il est probable que les principaux projets de reconstruction de l'Ukraine

bénéficieraient surtout aux entreprises américaines plutôt qu'européennes. D.Trump étant un faiseur de « deals », il pourrait aussi exercer une très forte pression sur l'Europe pour que les budgets alloués à la Défense par la zone soient bien plus conséquents qu'aujourd'hui, et que des entreprises américaines en profitent en premier lieu. Si tel est le cas, l'Europe soutiendrait l'industrie militaire américaine (donc la croissance américaine) sans en tirer vraiment d'avantage économique, technologique, géostratégique, etc... pour son propre compte. Alors que les débats budgétaires sont déjà très tendus entre les pays européens, le « retour sur investissement » d'un tel « deal » serait alors très discutable et acterait la faiblesse de l'Europe vis-à-vis des États-Unis.

### Principaux pays contributeurs à l'aide militaire à l'Ukraine depuis l'invasion russe (au 31 août 2024)

Sources : Institut Kiel, WeSave

	En Mds €	En % du total
<b>États-Unis</b>	56,8	51,5%
<b>Allemagne</b>	10,6	9,6%
<b>Royaume-Uni</b>	9,4	8,5%
<b>Danemark</b>	6,5	5,9%
<b>Pays-Bas</b>	5,1	4,6%
<b>Suède</b>	4,3	3,9%
<b>France</b>	3,2	2,9%
<b>Pologne</b>	3,2	2,9%
<b>Canada</b>	2,5	2,3%
<b>Finlande</b>	2,2	2,0%
<b>Belgique</b>	1,7	1,5%
<b>Norvège</b>	1,5	1,4%
<b>Italie</b>	1,4	1,3%
<b>Tchéquie</b>	1,2	1,1%
<b>Espagne</b>	0,6	0,5%
<b>Cumul</b>	110,2	

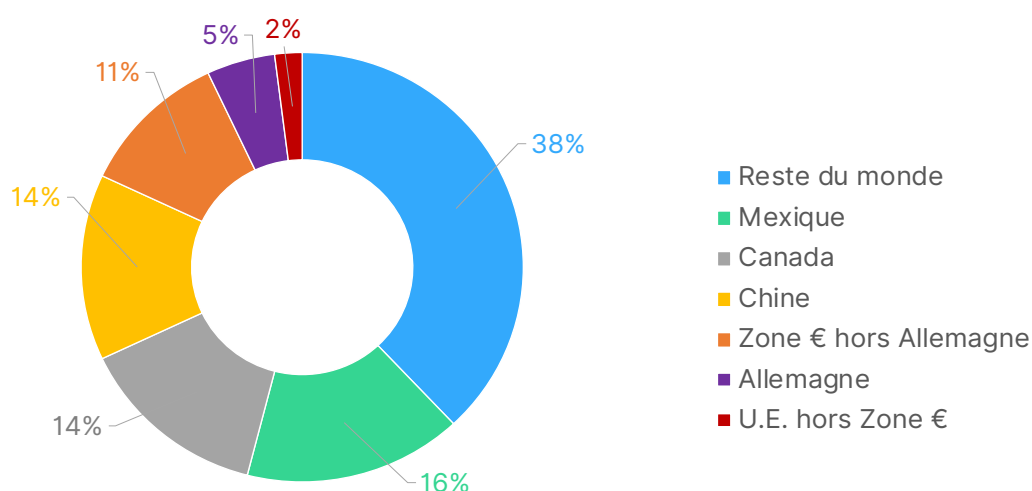
## L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Le 47ème Président des États-Unis est surtout attendu sur sa politique commerciale à l'égard du reste du monde. La stratégie de D.Trump consiste à tenter de restaurer la balance commerciale du pays en imposant systématiquement des droits de douane de 10% (voire de 60% s'il s'agit de produits chinois !) sur tout produit entrant sur le territoire américain. L'idée serait que les droits de douane ainsi prélevés contribueraient à financer des baisses d'impôts pour les sociétés implantées aux États-Unis (ramener le taux d'impôt sur les sociétés de 21% actuellement à 15%), encourageant ainsi de nombreuses multinationales étrangères à s'implanter dans le pays pour tout à la fois éviter de devoir payer ces droits de douane, tout en bénéficiant d'une fiscalité attractive et d'un marché local porteur. D.Trump veut donc que le reste du monde contribue ainsi à la réindustrialisation du pays, confortant ainsi son avance économique, la croissance nationale, les créations d'emplois, les rentrées fiscales qui en découlent, la souveraineté nationale, etc... La conséquence de ce protectionnisme tarifaire américain sera une soudaine et brutale perte de compétitivité des entreprises étrangères dès lors qu'elles souhaitent vendre des produits aux États-Unis. La Chine sera plus particulièrement dans

le viseur américain, mais tous les pays ou zones économiques exportant vers les États-Unis le seront aussi. C'est, hélas, précisément le cas de l'Union Européenne, sa balance commerciale pour les biens manufacturiers ayant été excédentaire vis-à-vis des États-Unis de près de 156 Mds € en 2023. L'Allemagne, déjà en grande difficulté économique actuellement, perdrait là une source très importante de croissance et de revenus. La situation devrait même être bien plus difficile encore pour l'Europe car la Chine, si elle perd ses débouchés industriels vers les États-Unis, se retrouvera avec de très importants excédents de production qu'elle sera tentée de déverser agressivement dans le monde, et notamment sur les marchés européens. Autrement dit, les entreprises européennes seraient confrontées à une très intense concurrence chinoise, alors même que les débouchés américains diminueraient : les chiffres d'affaires et les marges bénéficiaires des entreprises européennes pourraient alors décevoir les attentes des investisseurs ! La tentation d'un protectionnisme tarifaire généralisé sera alors forte et, l'Europe étant globalement une zone commerciale excédentaire, serait un perdant important de toute contraction du commerce international.

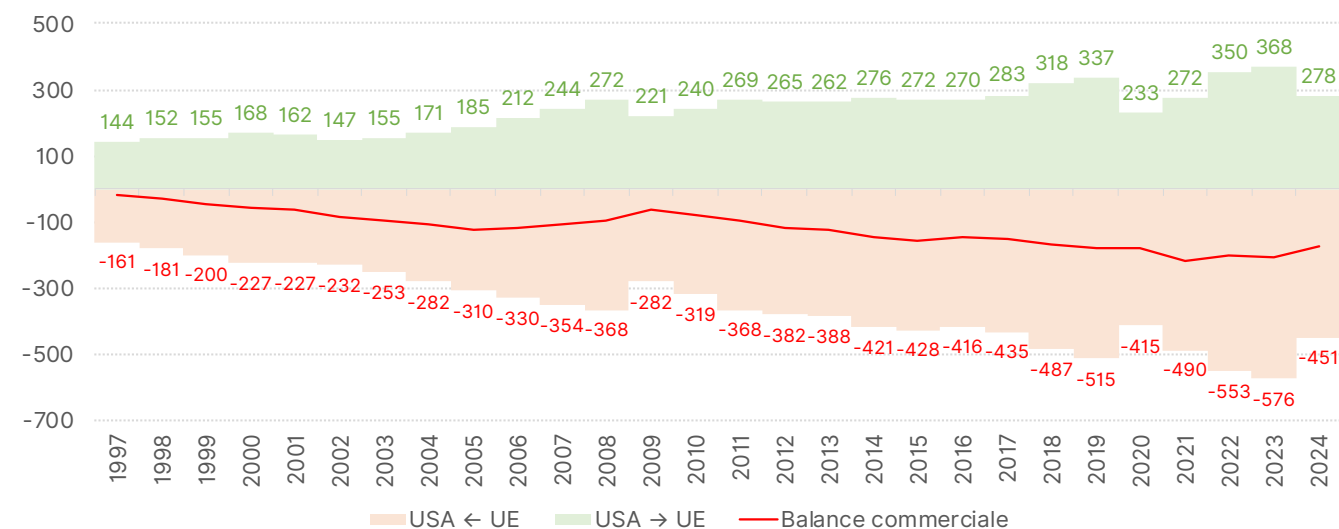
### Ventilation par pays des importations de biens manufacturiers par les États-Unis en 2023 (en % du total)

Sources : Douanes USA, WeSave



### Balance commerciale manufacturière entre les États-Unis et l'UE (Mds \$)

Sources : Refinitiv, WeSave



### Situation commerciale entre l'Union Européenne et les États-Unis (Mds €) en 2023

Sources : Commission européenne, WeSave

	Biens manufacturiers	Services	Cumul
<b>USA → UE</b>	346,5	396,4	742,9
<b>USA ← UE</b>	502,3	292,4	794,7
<b>Balance commerciale</b>	155,8	-104,0	51,8

### Décomposition sectorielle des exportations de l'Union Européenne vers les États-Unis

Sources : Commission européenne, WeSave

	En % du total exporté
<b>Machines et équipements industriels</b>	37,0%
<b>Véhicules (automobiles)</b>	27,0%
<b>Services financiers et autres services professionnels</b>	12,0%
<b>Produits chimiques et pharmaceutiques</b>	10,5%
<b>Autres produits manufacturés</b>	6,5%
<b>Produits agricoles et alimentaires</b>	5,5%
<b>Autres biens et services</b>	1,5%

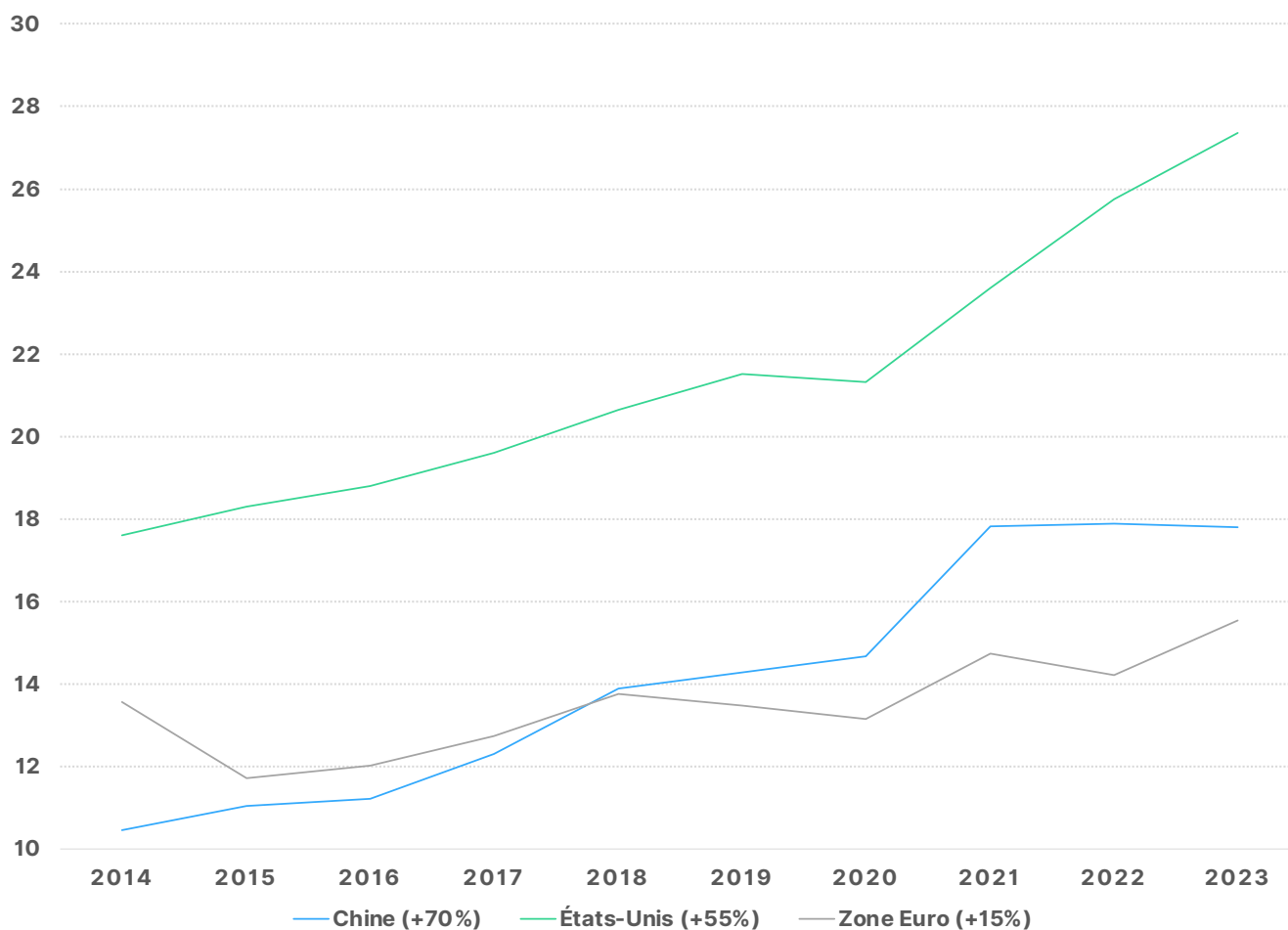
## L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

L'une des caractéristiques additionnelles de la politique économique de D.Trump consiste à vouloir déréguler de très nombreux secteurs, de façon à soutenir l'activité et la productivité américaines, permettant alors aux salaires et au pouvoir d'achat des employés de progresser dans le pays, sans que les marges bénéficiaires des entreprises n'en soient pour autant significativement affectées. Là encore, l'Europe devrait souffrir très défavorablement de la comparaison puisque c'est précisément l'un de ses plus graves défauts que de très systématiquement réglementer les activités, parfois même bien avant qu'elles n'aient pu atteindre une certaine maturité économique ! Les réglementations concernant la transition énergétique, ou bien encore celles sur l'intelligence artificielle en sont de bons exemples

récents : c'est pourquoi les transferts de capitaux et d'activité de l'Europe vers les États-Unis pourraient s'intensifier ! L'Europe étant déjà particulièrement dépendante des technologies américaines et, si de nombreuses startups européennes venaient à se délocaliser vers les États-Unis, les potentiels respectifs de croissance transatlantique risqueraient de diverger bien plus encore, et le différentiel ne pourrait plus être comblé par la suite ! De plus, la démographie respective des deux zones ne joue pas en faveur de la vieillissante Europe : une entreprise sera a priori plutôt séduite par la disponibilité, la flexibilité et la productivité de la main-d'œuvre américaine. Un mur de difficultés se dresse donc devant l'Europe !

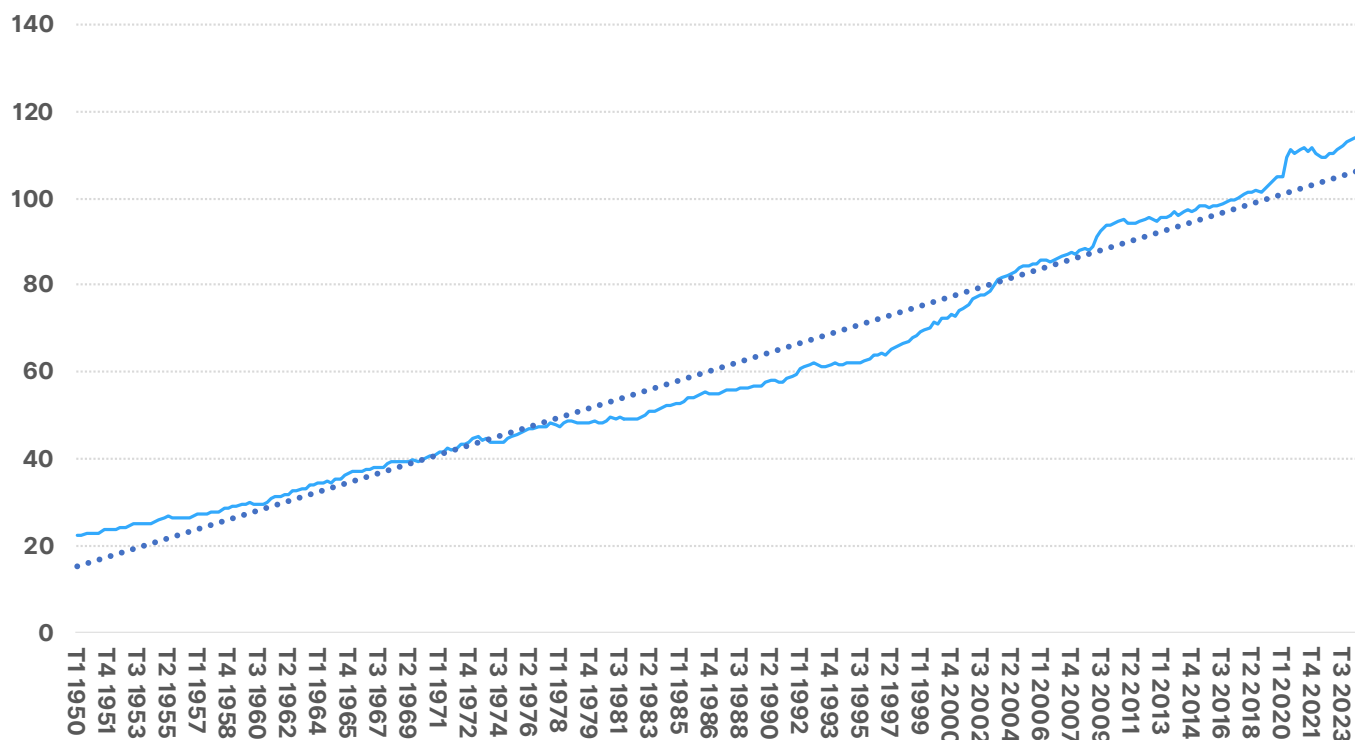
### Évolution du PIB, en prix constants (trilliards \$)

Sources : Banque Mondiale, WeSave



## Indicateur de la productivité (production horaire) aux États-Unis et sa droite de tendance

Sources : Refinitiv, WeSave



## « L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises. » (Jean Monnet)

L'élection de D.Trump aura d'importantes conséquences négatives pour l'Europe, mais il n'est pas impossible qu'elle se révèle être finalement aussi l'électrochoc qui manquait justement à la zone pour se reprendre en main. Les diagnostics ont déjà été posés à de très multiples reprises, et le dernier rapport en date (septembre 2024), remarquablement détaillé et argumenté, est celui de l'ancien président de la Banque Centrale Européenne (BCE), et ancien

Président du Conseil italien : M.Draghi. Ce rapport se concentre sur trois axes majeurs :

- Innovation technologique : le rapport souligne le retard de l'Europe par rapport aux États-Unis et à la Chine en matière d'innovation, notamment dans l'intelligence artificielle, la robotique et les technologies avancées. Ses conseils sont la création d'un écosystème numérique européen solide, favorisant la collaboration entre universités, startups et entreprises pour combler cet écart. Pour y parvenir, un important travail d'harmonisation et de simplification des réglementations entre États membres est recommandé afin de stimuler l'innovation à l'échelle européenne.
- Transition énergétique et décarbonation : le rapport recommande une approche coordonnée pour réduire les coûts énergétiques, facteur essentiel pour préserver la compétitivité des

entreprises européennes. Il encourage un investissement massif dans les infrastructures des énergies renouvelables, mais aussi la création de réseaux énergétiques intelligents transfrontaliers. Ce plan vise à réduire la dépendance énergétique européenne vis-à-vis des énergies fossiles et des importations, tout en respectant les objectifs de neutralité carbone que la zone s'est fixée.

- **Défense et sécurité stratégique :** au vu du contexte géopolitique actuel, le rapport recommande logiquement de renforcer l'autonomie stratégique de l'Europe en réduisant sa dépendance pour les matières premières critiques et les technologies essentielles, en particulier vis-à-vis de la Chine. Le rapport recommande également de rechercher une plus grande standardisation et une meilleure coordination de l'industrie de la Défense européenne, pour rendre l'Union Européenne moins dépendante des États-Unis, et qu'elle puisse enfin répondre aux crises de manière indépendante.

À ce stade, les recommandations du rapport Draghi butent toutefois sur les contraintes politiques et budgétaires des États européens. Les pays favorables à l'orthodoxie budgétaire sont en effet très réticents à libérer, comme l'encourage ce rapport, une enveloppe RÉCURRENTE de 800 Mds € chaque année, jusqu'à ce que les retards de la zone soient suffisamment comblés. Pour se figurer l'ampleur de l'effort budgétaire suggéré par ce rapport, durant la crise de la COVID, l'Union Européenne avait mis en place un emprunt commun inédit, baptisé « NextGenerationEU » de 750 Mds €, soit environ 5% du PIB de la zone ! C'est pourquoi, paradoxalement, l'éclatement de la coalition gouvernementale allemande pourrait en fin de compte devenir une opportunité pour le pays, et peut-être plus encore pour l'Union Européenne ! En effet, la coalition a éclaté parce que le Parti Libéral (FDP), en charge des finances du pays, était obnubilé par le strict respect

de la règle constitutionnelle allemande de « frein à l'endettement », limitant le déficit budgétaire annuel à 0,35% du PIB. En revanche, le Parti social-démocrate (SPD) et les écologistes (Die Grünen) souhaitaient l'application de la règle d'exception, autorisant le dépassement de ce plafond en cas de ralentissement économique conjoncturel. L'Allemagne dispose en effet d'une situation budgétaire très saine (64% de dette/PIB en 2024), rendant très paradoxale l'orthodoxie budgétaire à outrance quand le pays frise la récession depuis 2 ans, et qu'il voit son modèle économique structurellement fragilisé. F.Merz, le chef de file du parti chrétien-démocrate (CDU), et possible futur chancelier allemand, s'est dit ouvert, dans certaines circonstances, à une réforme de la disposition constitutionnelle du « frein à l'endettement ». Les partenaires européens de l'Allemagne devront toutefois s'armer de patience car former une coalition gouvernementale en Allemagne prend toujours du temps, celle-ci pourrait être particulièrement difficile à constituer, et il n'est pas certain en fin de compte que la future coalition s'entende pour réformer la constitution du pays et supprimer la règle du « frein à l'endettement ».

L'Allemagne dispose en effet d'une situation budgétaire très saine (64% de dette/PIB en 2024), rendant très paradoxale l'orthodoxie budgétaire à outrance quand le pays frise la récession depuis 2 ans, et qu'il voit son modèle économique structurellement fragilisé.

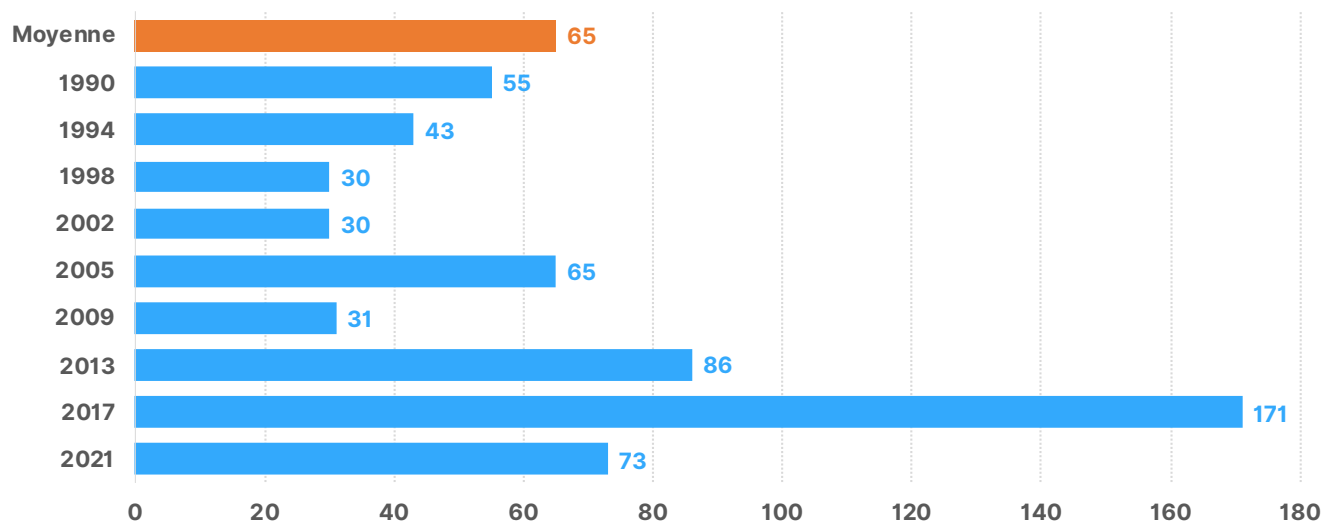
## L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Il serait bon en tout cas de restaurer au plus vite la confiance des ménages et des chefs d'entreprise dans l'Union Européenne, car c'est un véritable gâchis que de constater l'ampleur du taux d'épargne des ménages (25%) qui pourrait aisément financer de très nombreux projets stratégiques que la

zone souhaiterait voir développés. En Europe, les ressources financières sont disponibles, mais la question est d'avoir la volonté de mobiliser ces ressources pour des projets d'investissements, et cela sans trop attendre, car les autres zones, elles, progressent dans le même temps !

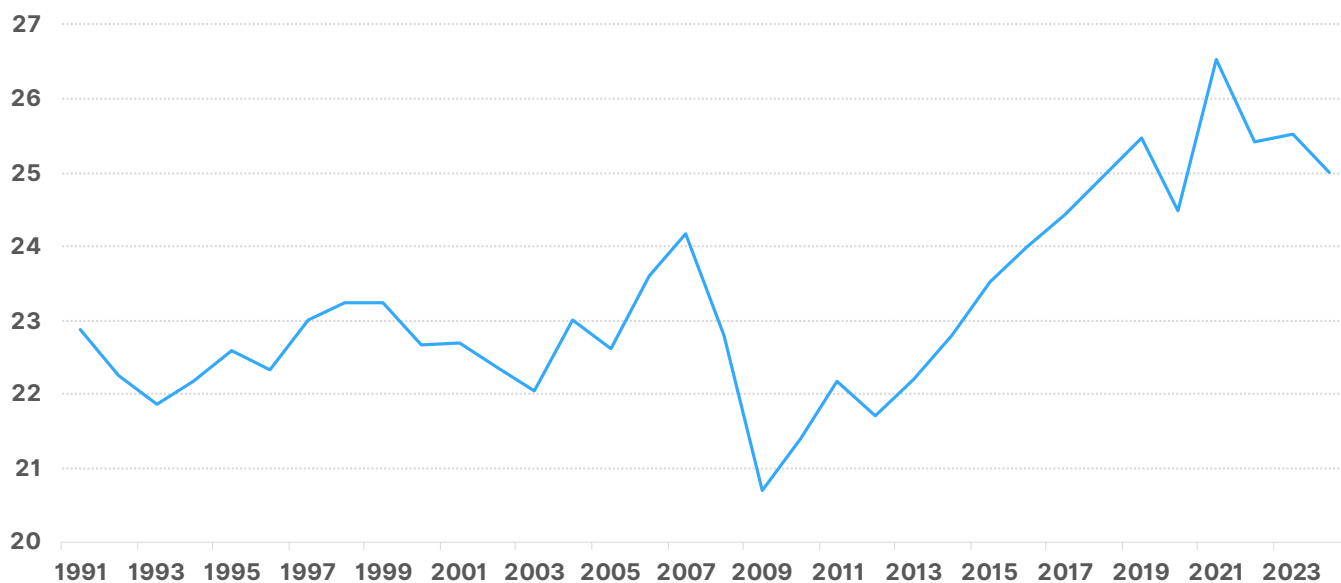
### Nombre de jours nécessaires pour la formation d'une coalition gouvernementale en Allemagne

Sources : ChatGPT, WeSave



### Taux d'épargne des ménages de l'Union Européenne (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



En attendant d'avoir plus de visibilité quant à la prochaine formation gouvernementale allemande, il convient de relativiser le pouvoir de nuisance de D.Trump. En premier lieu, ce dernier est très loquace mais, comme l'a démontré son 1er mandat présidentiel, bien des promesses n'ont finalement pas été tenues. L'Europe, comme la plupart des pays dans le monde, devrait par ailleurs pouvoir absorber une partie des hausses des taxes américaines à la frontière grâce à l'appréciation du Dollar. Ainsi, depuis la fin du mois de septembre, le Dollar a déjà progressé de +4,9% face au panier des 6 principales devises au monde (l'Euro, le Yen japonais, la Livre britannique, le Dollar canadien, la Couronne suédoise, et le Franc suisse), ce qui signifie qu'en l'état actuel des choses, la moitié des taxes à l'importation américaines seraient déjà neutralisées par les mouvements de devises. Il est par ailleurs peu probable que D.Trump applique une surtaxe sur l'ensemble des produits importés : il est souvent impossible de trouver des produits de substitution sur le territoire américain, et la stricte application de ces tarifs douaniers aboutirait à une montée de l'inflation dans le pays et donc à une inutile perte de pouvoir d'achat pour les ménages américains, alors même que D.Trump s'est fait élire sur ce thème ! De plus, contrairement à son 1er mandat en 2017, les situations budgétaire (déficit de 6,4% du PIB en

2024) et d'endettement du pays (ratio de dette/PIB à 125% actuellement) sont très dégradées, ce qui signifie que sa marge de manœuvre financière est bien moindre qu'auparavant. Pour ne rien arranger, le coût d'emprunt pour le Trésor américain ne cesse de remonter, les investisseurs s'attendant à ce que le programme économique de D.Trump soit inflationniste, diminuant d'autant la probabilité de baisse de ses taux directeurs par la FED. Ainsi, début octobre les marchés misaient encore sur un point terminal de baisse des taux de la FED vers 2,9% en 2025, alors qu'il s'établit désormais autour de 3,9%. Pour rappel, les simples intérêts de la dette fédérale américaine équivalent désormais au budget de la défense du pays ! Ceci explique pourquoi la question de l'indépendance de la FED est aujourd'hui un questionnement important pour les marchés : quelle sera l'intensité de la pression exercée par D.Trump sur la FED pour que les taux directeurs baissent et/ou pour que cette dernière reprenne ses achats de dette de l'État américain (i.e. le « quantitative easing ») ? Le Congrès a beau être acquis aux Républicains, il n'est toutefois pas certain que tous les élus (les sénateurs notamment !) soient prêts à laisser filer beaucoup plus les finances du pays ou bien encore à renoncer à l'indépendance de la FED !

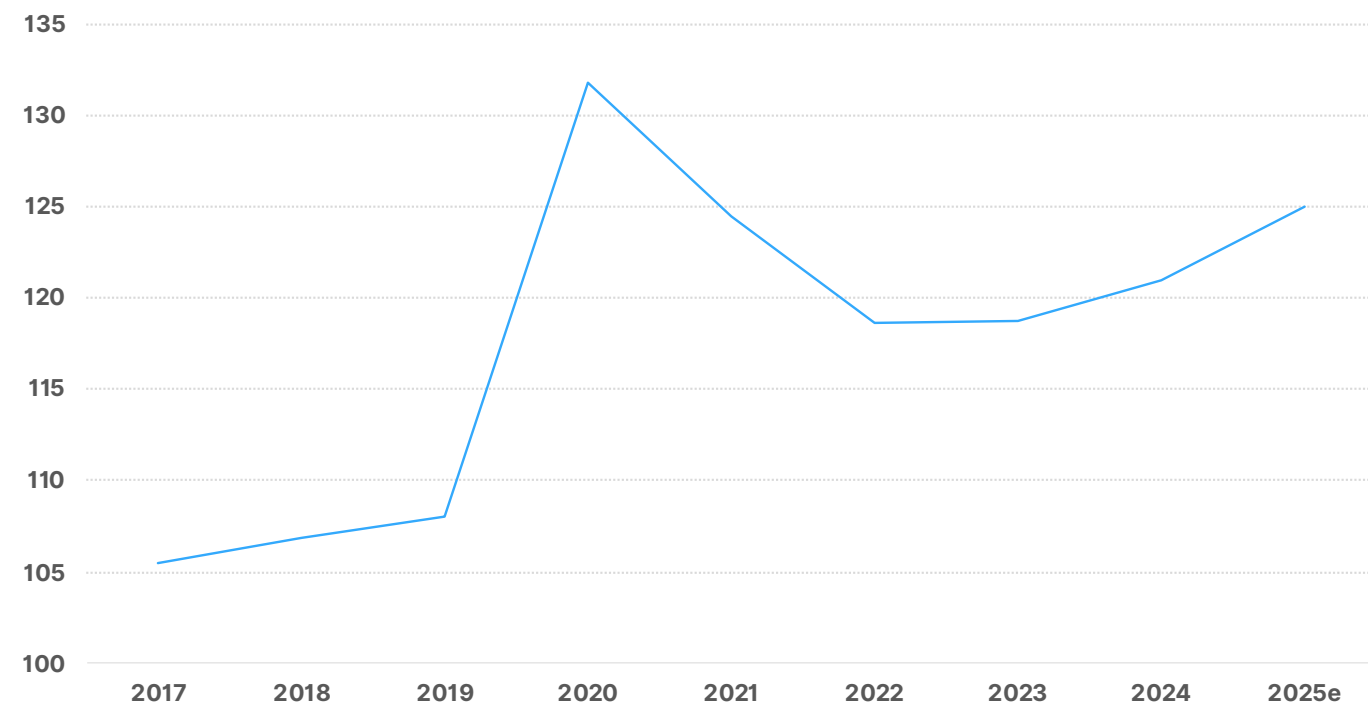
### Dollar face au panier des 6 principales devises au monde (DXY)

Sources : Refinitiv, WeSave



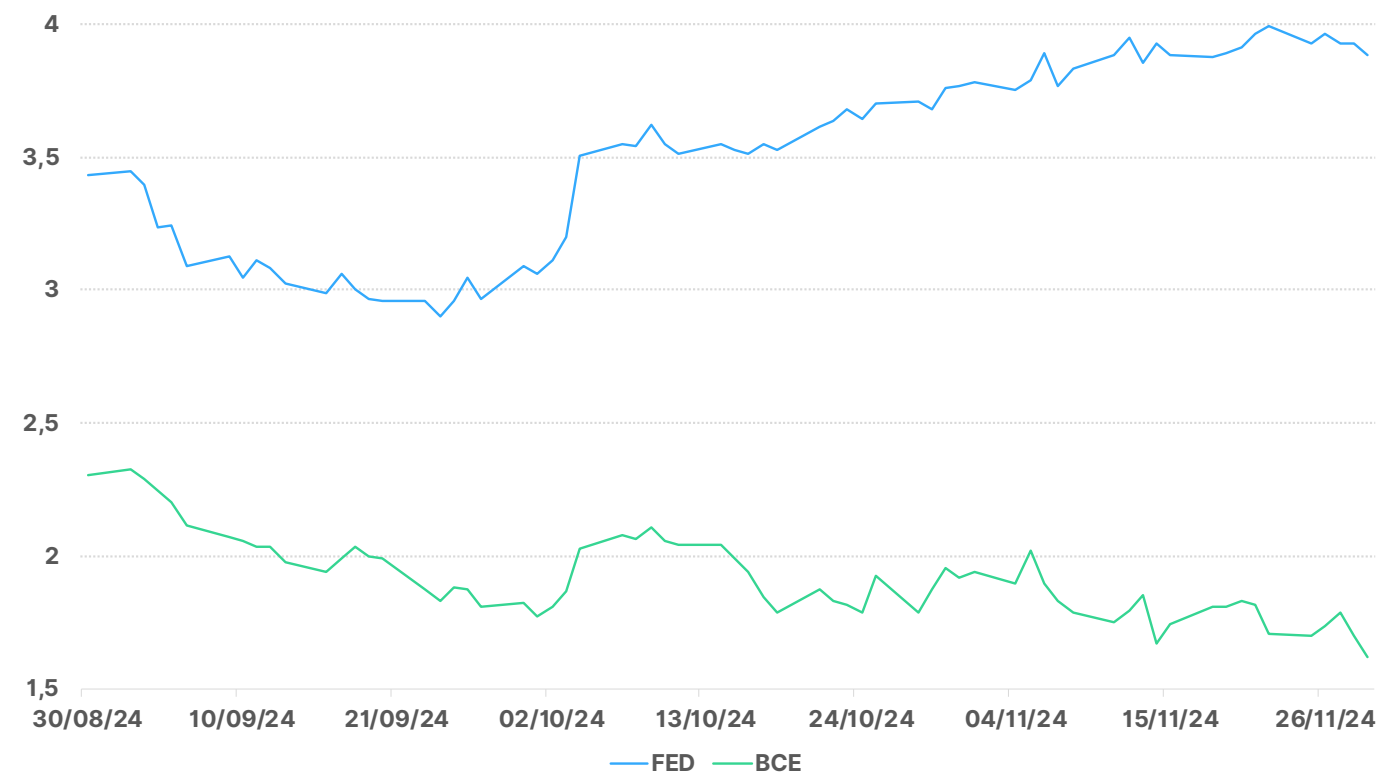
### Evolution du ratio dette/PIB américain depuis le 1er mandat de D.Trump (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



### Projections de taux terminal de la FED et de la BCE en 2025 selon les marchés financiers (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Tant que les pays de l'Union Européenne ne se seront pas entendus pour engager d'importants investissements de long terme (cf. plan Draghi), les décisions de la Banque Centrale Européenne (BCE) seront décisives pour la zone. Rappelons tout d'abord que le mandat de la BCE consiste en priorité à maintenir une hausse des prix régulière autour de 2%. En l'absence d'impulsion budgétaire forte, la croissance économique de la zone devrait rester atone, d'où une dynamique des prix et des salaires logiquement déprimée, justifiant d'appliquer une politique monétaire accommodante. Si par ailleurs la concurrence chinoise venait à s'intensifier, c'est peut-être même à de la déflation et pas à une simple désinflation à laquelle la zone pourrait être confrontée, justifiant de baisser encore plus vite et plus fort les taux directeurs. D.Trump pourrait aussi se révéler être un allié inattendu de la BCE car, s'il parvient à mettre fin à certains conflits dans le monde, ou bien encore à encourager le secteur pétrolier américain à extraire agressivement du pétrole, cela pourrait faire baisser fortement les prix de l'énergie et donc l'inflation. Pour la BCE, le principal argument pour ne pas appliquer une politique monétaire très accommodante est que le renforcement en cours du Dollar favorise l'inflation importée via les devises. Toutefois, de façon contre-intuitive, une baisse prononcée des taux directeurs de la BCE pourrait paradoxalement être favorable à l'Euro, car c'est notamment le différentiel de croissance économique entre les États-Unis et l'Union Européenne qui explique le recul actuel de l'Euro : en baissant ses taux directeurs agressivement, la BCE enverrait un message de soutien volontariste à la croissance économique, ce qui devrait se traduire par une appréciation relative de l'Euro. Le rapport Draghi note qu'un plan massif d'investissements à l'échelle européenne entraînerait temporairement une poussée de l'inflation, mais que celle-ci se résorberait graduellement, à mesure que les gains de productivité se matérialiseraient : la BCE devra donc être prête à tolérer un temporaire dépassement de sa cible théorique de 2% d'inflation. Au final, c'est

la combinaison de taux directeurs bas par la BCE et de soutiens budgétaires offensifs au sein de la zone qui serait le meilleur des scénarios pour les actifs de la zone, et pour offrir une véritable perspective favorable de long terme à l'Union Européenne. Les responsables politiques européens et les gouverneurs de la BCE sauront-ils prendre ce recul nécessaire, ou bien resteront-ils enfermés dans leurs postures et leurs routines ? Comme le rappelle le proverbe français : « C'est au pied du mur qu'on juge le maçon » !

## Point de vue sur les actifs financiers européens

### Actions

- Depuis la réélection de D.Trump, les actions américaines prennent une avance spectaculaire, surtout avec l'impact additionnel de la hausse du Dollar : « America First » !
- L'écart de valorisation entre actions américaines et européennes n'a jamais été aussi important depuis 1995 si l'on retient l'indicateur habituel de la capitalisation boursière rapportée aux bénéfices (i.e. le PER, ou « Price-Earnings Ratio ») : la décote européenne est de 41% pour l'année en cours et même de 53% pour l'année prochaine !
- Au vu de cette décote de valorisation et de la force relative du Dollar, les entreprises européennes pourraient devenir des proies potentielles pour les sociétés américaines : les fusions et acquisitions pourraient soutenir la cote européenne.
- Les grandes capitalisations européennes, parce qu'étant déjà physiquement très implantées aux

États-Unis, ne souffriront pas trop des surtaxes américaines : préférer alors ce segment de la cote plutôt que les petites sociétés européennes.

- Le fort rebond du Dollar améliore la compétitivité des sociétés exportatrices, ce qui est, là encore, plutôt favorable aux grandes capitalisations.
- La dynamique de forte baisse des taux attendue de la BCE améliore progressivement, en relatif, le rendement des dividendes des actions européennes par rapport au rendement désormais décroissant des obligations de la zone, et cela améliore aussi la valorisation des actions (cf. calcul d'actualisation des bénéfices futurs).
- Les investisseurs internationaux étant très peu investis sur les actions européennes, le risque de flux boursiers vendeurs additionnels semble alors modéré, et toute avancée vers l'exécution du plan Draghi prendrait brutalement à revers

les investisseurs, les encourageant à revenir violemment sur la zone ... l'exemple récent des actions chinoises en est un bon rappel !

- De nombreux fonds spéculatifs (les « Hedge Funds ») ont mis en place des stratégies d'arbitrage d'achat d'actions américaines financées par la vente concomitante d'actions européennes (stratégies dites de « Long-Short ») : toute déception sur les actions américaines les contraindrait à réduire ces stratégies et à devoir alors acheter des actions européennes !
- Au vu des tests de corrélation entre les actions des 2 zones, il y a une forme de complémentarité entre les actions européennes, plutôt « Value » (sociétés décotées), et les actions américaines, plutôt « Growth » (valeurs de croissance) : la diversification géographique est intéressante, même si les actions américaines doivent rester prépondérantes dans les allocations actuelles.

### Performances des grands indices d'actions, dividendes réinvestis, en devises locales et en Euros

Sources : Refinitive, WeSave

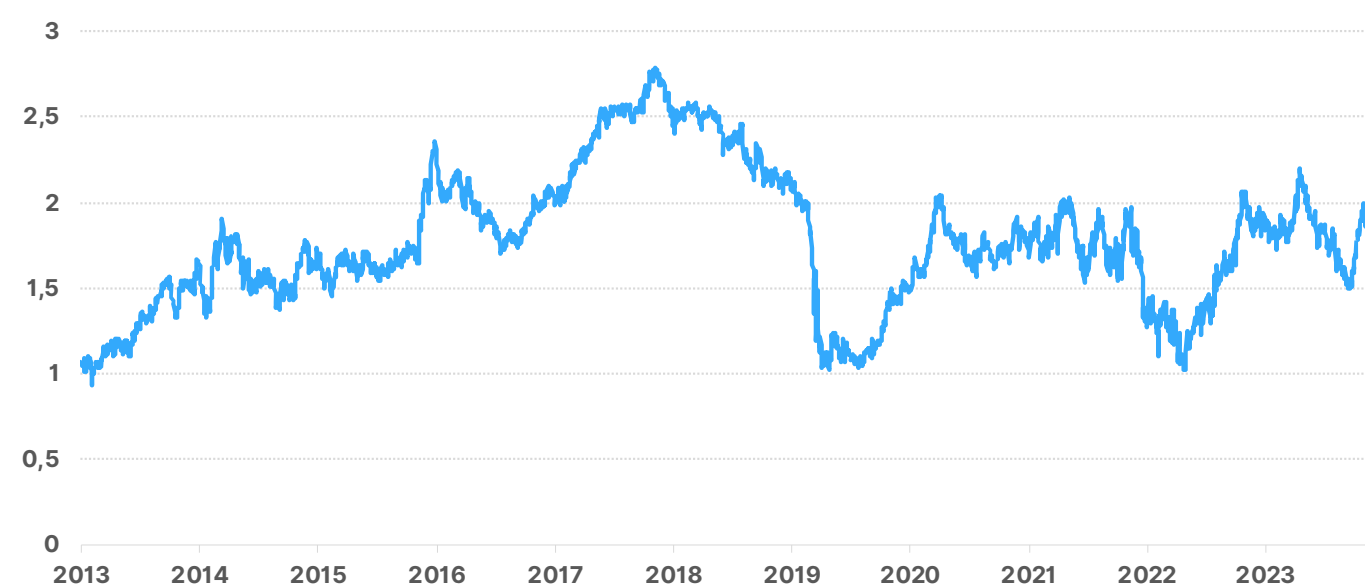
	2024 En devise locale	2024 En Euros	Novembre 2024 En devise locale	Novembre 2024 En Euros
MSCI All World	20,84%	26,10%	3,77%	6,78%
MSCI émergents	8,15%	12,86%	-3,58%	-0,77%
S&P500 (Etats-Unis)	28,07%	33,65%	5,87%	8,94%
Nasdaq 100 (Etats-Unis)	25,31%	30,77%	5,31%	8,37%
Stoxx 600 (Europe)	9,98%	9,98%	1,15%	1,15%
CAC40 (France)	-1,20%	-1,20%	-1,53%	-1,53%
Dax40 (Allemagne)	17,16%	17,16%	2,88%	2,88%
Footsie100 (Royaume-Uni)	11,09%	15,98%	2,61%	4,22%
Nikkei225 (Japon)	16,06%	14,08%	-2,22%	2,15%
CSI300 (Chine)	17,55%	20,25%	0,75%	1,89%

### Obligations

- La politique de D.Trump est inflationniste et impliquera, pour le Trésor américain, d'émettre énormément de nouvelles obligations pour compenser l'ampleur des déficits et de la dette du pays, ce qui pose problème à la FED et fait monter le rendement des obligations américaines.
- Par arbitrage, les investisseurs internationaux pourraient être un peu moins friands des obligations européennes, puisque le différentiel de rendement proposé par exemple entre les États-Unis et l'Allemagne s'écarte fortement, et que la force du Dollar milite aussi en faveur des placements américains.
- En revanche, les dynamiques respectives de politique monétaire des 2 Banques Centrales (FED et BCE) incitent à privilégier les obligations européennes car leur prix offre un potentiel d'appréciation, alors que ce n'est pas forcément le cas aux États-Unis.
- Tant que la croissance économique européenne est atone et que la désinflation se confirme, la BCE devrait baisser ses taux directeurs, ce qui serait favorable aux prix des obligations de la zone.
- Dans la mesure où les trésoreries des entreprises européennes ne sont pas particulièrement fragilisées actuellement, et que la BCE allègera les frais financiers des sociétés de la zone avec ses baisses de taux directeurs, les obligations des entreprises européennes, qu'il s'agisse du segment solide de l' « Investment Grade » ou bien de celui plus spéculatif du « High Yield », nous semblent devoir être privilégiées dans les allocations obligataires.
- Si le plan Draghi devait être activé, ce sont surtout les dettes des États européens qui en souffriraient potentiellement, même si les levées de capitaux se faisaient à l'échelle de l'Union Européenne, d'où notre préférence pour les obligations d'entreprises.

#### Différence de rendement entre les obligations à 10 ans américaines et allemandes (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



## Conclusion

Que ce soit de son propre fait, ou bien sous la pression de la politique économique de D.Trump, l'Europe est à l'évidence désormais au pied du mur, et il lui faut impérativement reprendre en main son destin. M.Draghi a proposé une feuille de route qui semble cohérente et proportionnée à l'ampleur des défis auxquels la zone doit faire face. Plutôt que de rester arc-boutés sur la défense d'intérêts strictement nationaux, espérons que nos dirigeants politiques et que les responsables de la BCE se souviennent utilement de cette phrase d'I.Newton : **« Les hommes construisent trop de murs et pas assez de ponts » !**

### 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



# Croissance des bénéfices des «7 Magnifiques» et de l'ensemble de la cote américaine.

7 sociétés, surnommées les « 7 Magnifiques », se détachent depuis plusieurs années du reste de la cote américaine : Alphabet (ex Google), Amazon, Apple, Meta (ex Facebook), Microsoft, NVIDIA et Tesla.

La croissance des bénéfices des « 7 Magnifiques » a ainsi été bien plus forte que celle des autres sociétés américaines : par exemple, plus de 6 fois celle du S&P500 en 2024 !

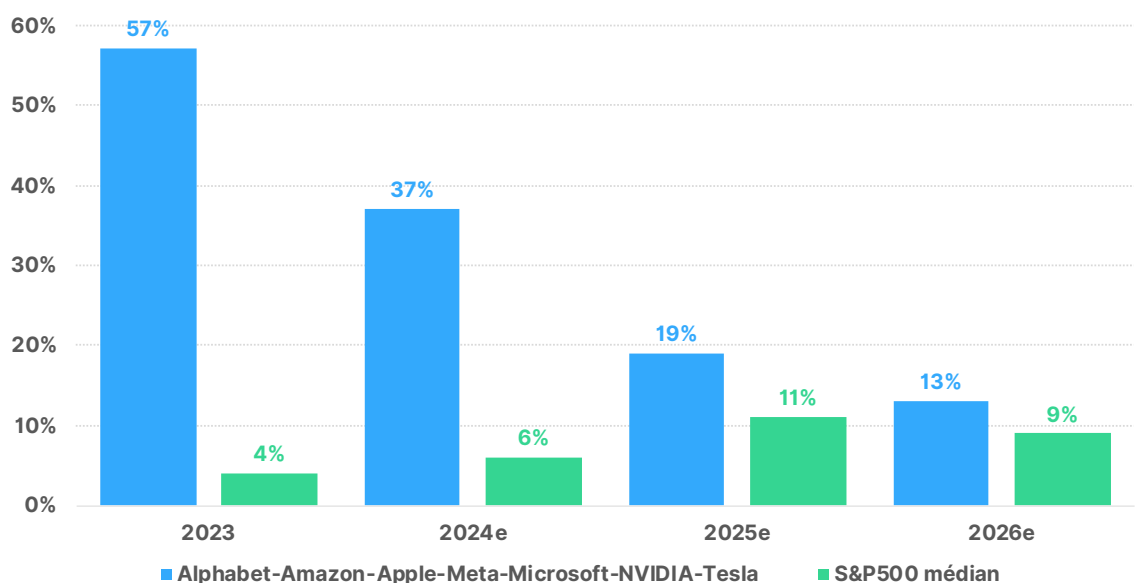
Pour 2025 et 2026, ce différentiel de croissance ne sera plus que de 8%, puis de 4%.

## Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Durant les dernières années, la performance des marchés américains a essentiellement reposé sur les progressions de bénéfices des « 7 Magnifiques », d'où une déformation spectaculaire de leur poids au sein du S&P500 : ces seules 7 sociétés représentent 1/3 de l'indice ! La conséquence est que tout tassement de leur progression bénéficiaire aura un effet important sur la performance globale de l'indice, et c'est justement ce que le consensus anticipe pour 2025 et 2026. La bonne nouvelle est que le reste de la cote voit en revanche ses bénéfices progresser à l'avenir de façon bien plus significative : les performances devraient être mieux réparties au sein de l'indice S&P500. Pour éviter une surexposition à d'éventuelles déceptions des « 7 Magnifiques », l'épargnant peut préférer investir sur un indice S&P500 équipondéré.

Croissance des bénéfices des «7 Magnifiques» et de l'ensemble de la cote américaine.

Sources : Refinitiv, WeSave



# Décomposition des recettes fiscales américaines.

La décomposition des recettes fiscales américaines permet d'identifier les agents économiques finançant le plus les administrations publiques.

Les ménages sont les plus forts contributeurs, l'américain moyen consommant bien plus que la plupart des ménages dans le monde.

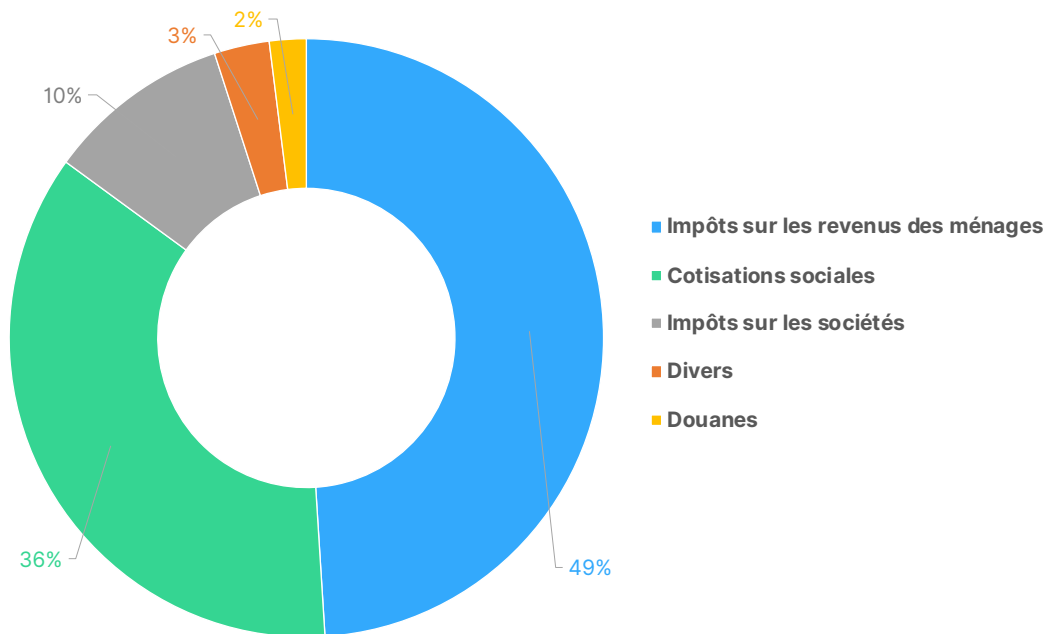
Les entreprises sont très peu sollicitées, préservant ainsi la compétitivité du pays, et les bénéfices peuvent être investis dans de nouveaux projets ou redistribués aux actionnaires.

## Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

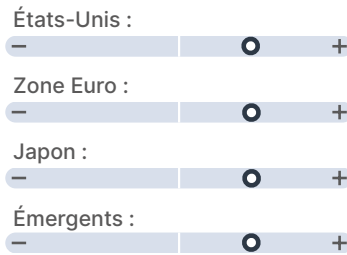
Le gouvernement américain ayant intentionnellement laissé filer ses déficits budgétaires afin de soutenir la croissance nationale, l'endettement du pays est désormais très élevé (ratio de dette/PIB de 125%). La question de la dynamique des recettes fiscales américaines devient donc un sujet désormais plus sensible pour les créanciers du pays. De plus, la réélection de D.Trump pourrait accentuer les interrogations des créanciers, puisque ce dernier souhaite abaisser encore, si c'est possible, les impôts sur les sociétés et sur les ménages. Point instructif : le commerce extérieur ne contribue que de façon très marginale (2%) à ce stade aux rentrées d'impôts aux États-Unis, c'est pourquoi il sera intéressant d'observer son futur poids lorsque les tarifs douaniers auront été augmentés, comme c'est envisagé.

Décomposition des recettes fiscales américaines.

Sources : Trésor US, WeSave



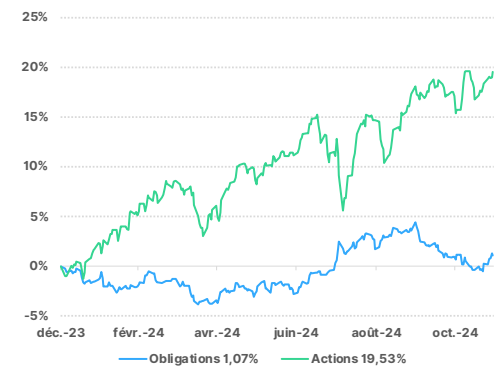
## ACTIONS



La réélection de D.Trump a provoqué une spectaculaire divergence de performance entre les actions américaines, en forte hausse, et celles du reste du monde, généralement en baisse. La thèse justifiant ce comportement paradoxal est que l'administration Trump sera très pro-business pour les entreprises du pays, notamment par le biais d'importantes dérégulations à venir, grâce à des baisses d'impôts sur les sociétés, mais aussi en mettant en place un protectionnisme tarifaire à l'encontre des entreprises étrangères.

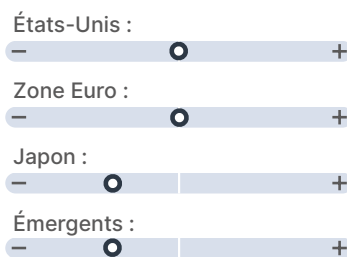
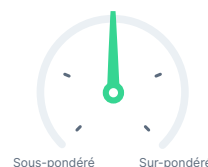
### Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



La contrepartie de cet envol des actions américaines est leur cherté relative croissante. En dépit des incertitudes liées au retour de D.Trump à la Maison Blanche, 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.

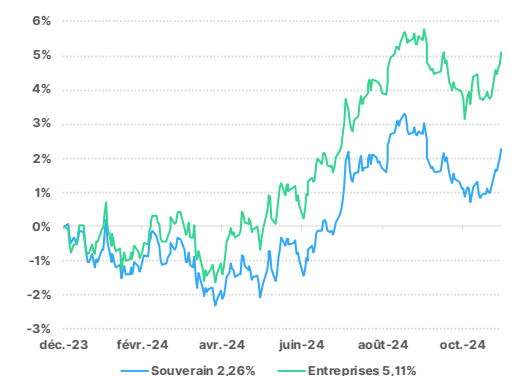
## OBLIGATIONS SOUVERAINES



Le retour de D.Trump à la Maison Blanche a provoqué une tension des rendements obligataires américains. Les investisseurs s'attendent à ce que sa politique économique soit plus inflationniste pour le pays, mais aussi que le Trésor américain doive émettre plus d'obligations pour combler le déficit budgétaire à venir. En conséquence, la FED pourrait baisser moins fortement ses taux en 2025. Par effet miroir, les taux européens se sont détendus, car la croissance dans la zone pourrait pâtir du retour de D.Trump et que la

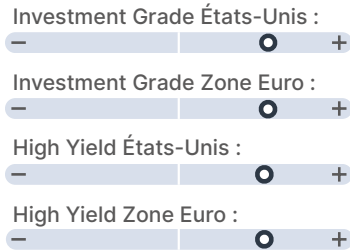
### Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Chine risque de déverser agressivement ses produits en Europe si le marché américain lui est fermé, d'où moins d'inflation à venir en Europe. Un atterrissage économique en douceur restant notre scénario privilégié, c'est pourquoi les obligations d'entreprises nous semblent toujours devoir être privilégiées par rapport aux obligations des États.

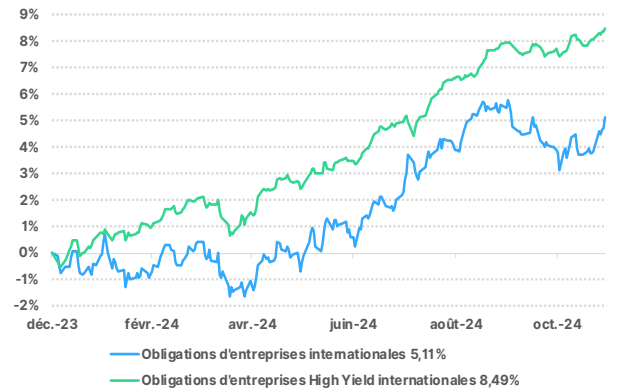
## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



La réélection de D.Trump a eu des effets variés sur les divers segments obligataires. Sa politique économique pourrait faire déraiper les comptes publics américains, d'où le risque d'émissions obligataires additionnelles conséquentes par le Trésor qui, pour trouver preneur, devrait offrir des rendements plus élevés à l'avenir. En revanche, D.Trump étant pro-business, notamment en baissant la fiscalité sur les entreprises, ces dernières devraient voir leurs trésoreries disponibles s'améliorer en 2025, d'où un moindre risque de défaut de paiement de ces émetteurs privés. C'est pourquoi,

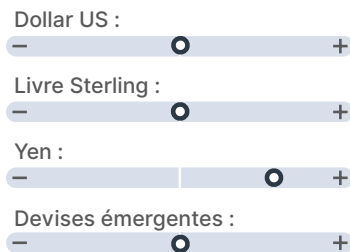
Performance des obligations d'entreprises dans le monde (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



paradoxalement, le segment risqué du "High Yield" est celui qui s'est le mieux tenu dans cette phase "politique" des marchés. Le contexte général nous semble justifier une surpondération persistante des obligations d'entreprises, préférant néanmoins en priorité les entreprises les plus solvables.

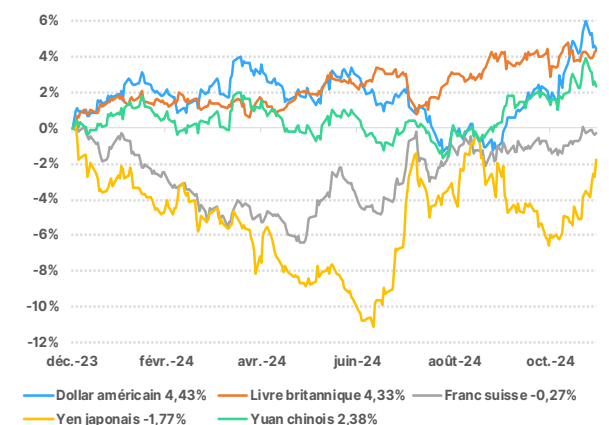
## DEVISES



La réélection de D.Trump a provoqué une nouvelle appréciation du Dollar. Cette hausse s'explique notamment par une moindre perspective de baisse de ses taux directeurs par la FED en 2025. Par effet miroir, la croissance et l'inflation en Europe pourraient être plus faibles que ce qui était attendu, d'où l'espoir que la BCE offre un soutien monétaire plus appuyé en 2025, quand les soutiens budgétaires restent délicats à mettre en œuvre dans la zone du fait de la fragilité politique de ses membres. Le recul de l'Euro face au Dollar a été plus prononcé que celui de la plupart

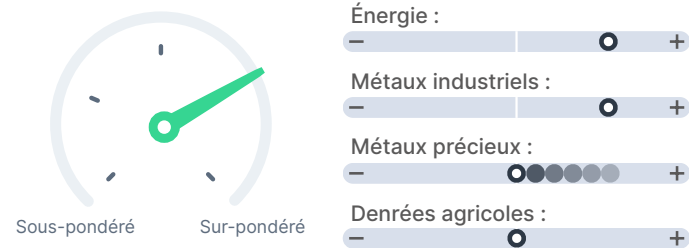
Performance des grandes devises face à l'Euro (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



des grandes devises. A noter le rebond du Yen, les investisseurs anticipant un nouveau durcissement monétaire par la Banque du Japon. L'amplitude et le rythme respectif des baisses de taux à venir par les Banques centrales devrait continuer d'influencer les parités entre devises durant les prochains mois.

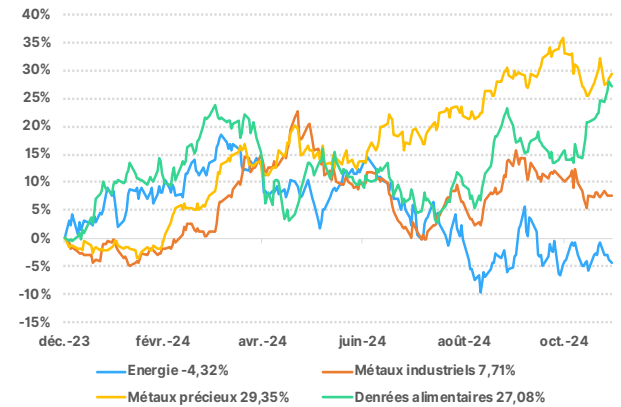
## MATIÈRES PREMIÈRES



En novembre, les matières premières ont eu un comportement dispersé. Le pétrole est resté sous pression du fait de la hausse du Dollar, de l'accalmie géopolitique au Moyen-Orient, et parce que D.Trump veut voir l'extraction pétrolière s'intensifier sous son mandat. L'or a fait l'objet de prises de bénéfices durant le mois, après une hausse spectaculaire durant l'année. Les métaux industriels restent sans dynamique forte, dans l'attente d'un éventuel soutien budgétaire chinois significatif, qui devrait plutôt intervenir en 2025, quand la Chine aura une meilleure visibilité sur la pression

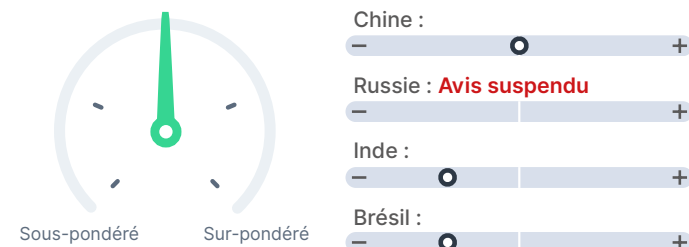
Performance des indices de matières premières (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



commerciale exercée par Trump à son encontre. Les denrées alimentaires ont progressé du fait de divers aléas climatiques dans le monde. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous paraît être engagé : nous maintenons notre surpondération sur cet actif.

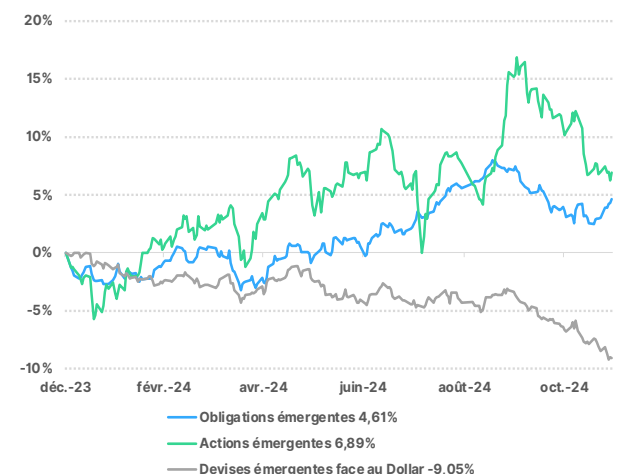
## ÉMERGENTS



Les actifs des pays émergents ont été sous pression en novembre à la suite de la réélection de D.Trump, sa politique économique risquant de peser sur le commerce international. Alors que ce sont des poids lourds des indices émergents, les actions mexicaines, chinoises et indiennes ont fait l'objet de dégagements, certains investisseurs craignant que ces pays soient plus particulièrement ciblés par les taxes à l'importation de D.Trump, puisque ce sont des exportateurs majeurs vers les États-Unis. Par ailleurs, le Dollar s'est fortement apprécié durant le

Performances des actifs émergents (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

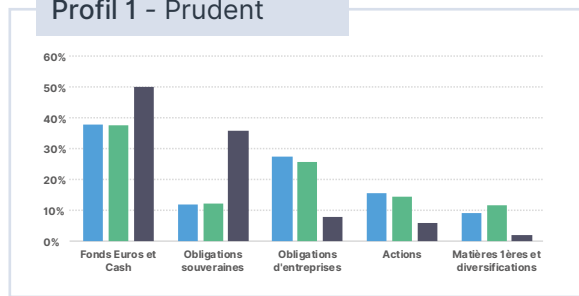


mois, renchérissant le coût de remboursement pour les pays émergents ou pour leurs entreprises lorsque ces dernières ont contracté des emprunts en Dollar. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier une exposition plutôt indirecte aux émergents via leurs principaux partenaires occidentaux.

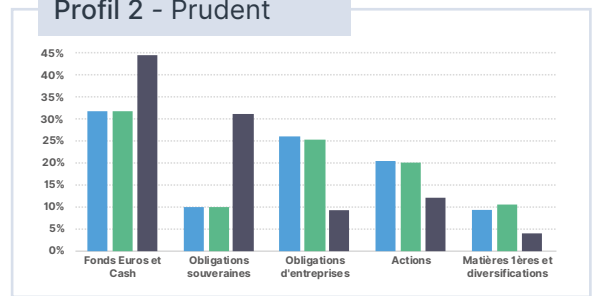
Comparatifs d'allocations entre novembre 2024, décembre 2024 et la stratégie long terme.

■ Nov 2024    ■ Déc 2024    ■ Allocation long-terme

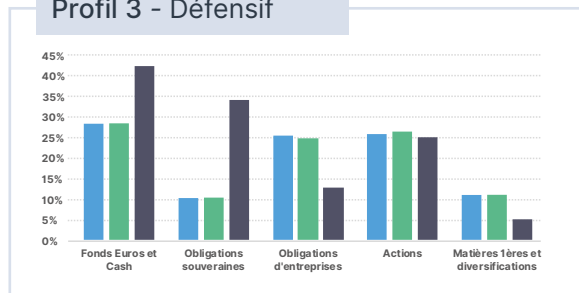
Profil 1 - Prudent



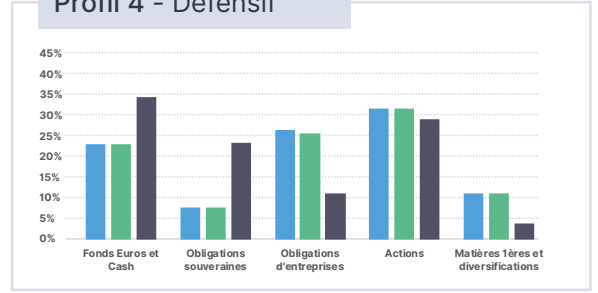
Profil 2 - Prudent



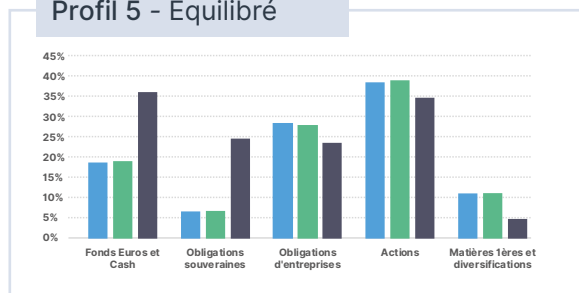
Profil 3 - Défensif



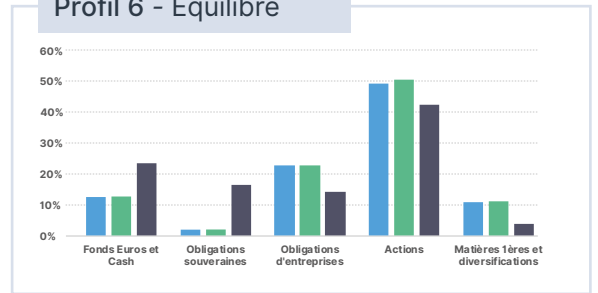
Profil 4 - Défensif



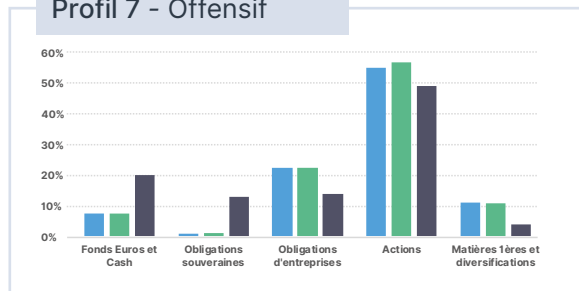
Profil 5 - Équilibré



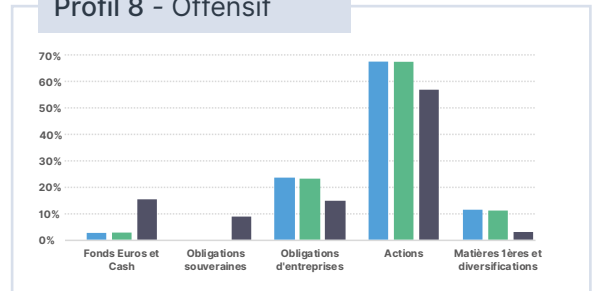
Profil 6 - Équilibré



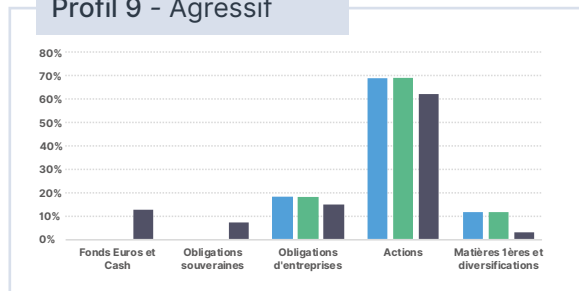
Profil 7 - Offensif



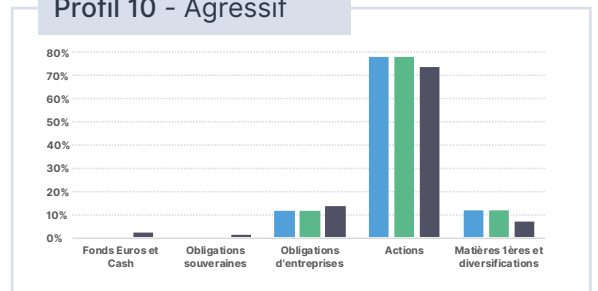
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



# Indices boursiers et leurs variants : quelles différences ?

Dans le monde de la finance, les indices boursiers jouent un rôle crucial en tant que baromètres pour mesurer la performance des marchés financiers et orienter les décisions d'investissement. Ils offrent un aperçu de l'état de l'économie d'un pays ou d'un secteur en particulier. Cet article explore les diverses facettes des indices boursiers, en se concentrant notamment sur le CAC 40, l'indice de référence en France, et son variant plus récent, le CAC 40 ESG.

## Les indices boursiers : fonctionnement et importance

Les indices boursiers regroupent des ensembles d'actifs financiers, généralement des actions, obligations ou matières premières, qui représentent un segment spécifique du marché. Ces indices sont utilisés pour suivre les performances des plus grandes entreprises cotées, offrant ainsi une vue d'ensemble sur la santé économique. Leur composition varie, mais l'objectif est généralement de représenter la performance des grandes entreprises nationales. Le Dow Jones Industrial Average, par exemple, suit les performances de 30 grandes entreprises américaines. En Europe, on trouve des indices majeurs comme le FTSE 100 au Royaume-Uni, ou encore le DAX en Allemagne.

Les indices boursiers sont essentiels pour les investisseurs car ils permettent de comparer la performance de différents portefeuilles. Ils constituent un outil précieux pour évaluer les risques et les opportunités,

en particulier pour les gestionnaires d'actifs qui cherchent à construire des portefeuilles diversifiés. Ces indices facilitent également la création de produits financiers comme les fonds indiciels cotés (ETF), qui répliquent la performance de ces indices à moindre coût.

## Le CAC 40 : un indice référent

Le CAC 40, acronyme de «Cotation Assistée en Continu», est l'indice phare de la Bourse de Paris. Il regroupe les 40 plus grandes entreprises françaises en fonction de leur capitalisation boursière et de leur liquidité. Parmi ses membres, on retrouve des géants économiques tels que TotalEnergies, L'Oréal, ou encore BNP Paribas, des entreprises qui sont des moteurs de l'économie française, mais également des acteurs mondiaux dans leurs secteurs respectifs.

L'importance du CAC 40 va au-delà de la simple mesure des performances. Il sert de référence pour de nombreux produits financiers, comme les ETF ou les contrats à terme. Il est également un indicateur crucial

pour mesurer la santé de l'économie française et européenne. Son évolution permet de refléter les tendances économiques globales, tout en offrant une fenêtre sur les spécificités nationales.

### **Le CAC 40 ESG : une évolution "responsable"**

Face à la montée des préoccupations liées au développement durable, l'indice CAC 40 ESG a été lancé pour répondre à la demande croissante d'investissements socialement responsables. Cet indice reprend certaines entreprises du CAC 40, mais en tenant compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Il s'agit d'une évolution notable, car il intègre des éléments non financiers dans l'évaluation des entreprises, un aspect devenu essentiel dans le contexte actuel de la transition énergétique et de la responsabilité sociale.

L'indice CAC 40 ESG permet aux investisseurs de faire des choix plus éthiques tout en bénéficiant d'un potentiel de performance voisin de celui du CAC 40. Cela encourage aussi les entreprises à adopter des pratiques plus durables, car leur inclusion dans cet indice représente un avantage en termes de visibilité et d'attractivité pour les investisseurs responsables. On peut s'attendre à ce que, dans les années à venir, de plus en plus d'investisseurs institutionnels et particuliers adoptent ces indices responsables.

### **Les variantes des indices : diversité et spécialisations**

Au-delà du CAC 40 et du CAC 40 ESG, il existe d'autres indices spécialisés qui permettent de suivre des secteurs ou des thèmes spécifiques. Par exemple, le CAC Next 20 regroupe les entreprises qui pourraient potentiellement intégrer le CAC 40 dans l'avenir. D'autres variantes incluent des indices sectoriels, qui se concentrent sur des domaines comme la santé, la technologie, ou l'énergie. Ces indices spécialisés sont précieux pour les investisseurs souhaitant

se concentrer sur un secteur précis ou suivre des tendances économiques particulières.

En parallèle, de nouveaux indices thématiques voient le jour, comme les indices de transition énergétique ou d'économie circulaire, qui permettent d'investir dans des entreprises engagées dans la lutte contre le changement climatique ou la préservation des ressources. Cela montre à quel point le paysage des indices boursiers évolue pour répondre aux attentes changeantes des investisseurs.

### **La notion de benchmark : un repère essentiel**

En finance, un benchmark est un point de référence qui permet de mesurer la performance d'un portefeuille d'investissements. Le choix du benchmark est crucial, car il doit correspondre aux objectifs et au profil de risque du portefeuille. Tous les indices ne sont pas égaux en termes de volatilité et de sensibilité aux fluctuations économiques. Par exemple, un indice composé de valeurs technologiques sera plus volatil qu'un indice composé de valeurs industrielles ou défensives. Il est donc essentiel pour les investisseurs de choisir un benchmark adapté à leur profil de risque.



## **Nos conseillers à votre service**

Vous pouvez nous joindre directement du lundi au vendredi :

- par téléphone au **01 80 49 70 00**
- ou via notre site internet **[www.wesave.fr](http://www.wesave.fr)**

## POUR ALLER PLUS LOIN

Le CAC 40 ou le CAC 40 ESG peuvent servir de benchmarks pour des fonds indiciels ou des portefeuilles diversifiés. Cependant, avec l'émergence de l'investissement ESG, les benchmarks traditionnels sont souvent complétés, voire remplacés, par des benchmarks intégrant des critères environnementaux et sociaux. Cela permet de mieux refléter les performances des investissements responsables.

### **Volatilité et diversification : éléments à ne pas négliger**

La volatilité des indices boursiers est un facteur clé à surveiller. Plus un indice est volatil, plus les fluctuations de valeur seront importantes. Un investisseur avisé devra alors diversifier son portefeuille pour limiter les risques liés à cette volatilité. En utilisant différents indices comme repères, il est possible d'ajuster son exposition aux variations de marché en fonction de son horizon d'investissement et de sa tolérance au risque.

De plus, avec l'essor des indices ESG, les investisseurs bénéficient d'un outil supplémentaire pour diversifier leurs portefeuilles tout en s'alignant sur leurs valeurs. Cette diversification thématique permet de capter des opportunités liées aux transitions écologiques et sociales, tout en atténuant certains risques spécifiques à des secteurs moins responsables.

### **Conclusion**

Les indices boursiers, qu'il s'agisse du CAC 40 ou du CAC 40 ESG, sont des outils essentiels pour évaluer la performance des marchés financiers. En plus d'offrir une référence de mesure, ils permettent aux investisseurs de diversifier et d'ajuster leurs portefeuilles en fonction de leurs objectifs et de leur profil de risque. À l'ère de la responsabilité sociétale, l'intégration des critères ESG dans les indices offre une alternative de plus en plus attractive pour les investisseurs soucieux de conjuguer performance financière et durabilité.

## 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

# 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](mailto: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- 83 boulevard Vincent Auriol 75013 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](http://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.