

L'Éclairéur



N°99

SOMMAIRE

02
L'éclairage du
gérant

21
Vues des actifs

19
Le point marchés
financiers

24
Nos vues tactiques
et stratégiques

20
Le point macro
économie

25
Pour aller plus
loin

La Fontaine

« On a le risque de perdre en voulant trop gagner ». En ce début d'année, D.Trump, tout comme la plupart des investisseurs, ne peuvent que constater la justesse de ce propos de Jean de La Fontaine. Le chaos provoqué par D.Trump suscite beaucoup d'interrogations et d'inquiétudes. Essayons, modestement, de proposer notre analyse quant aux 2 principaux sujets de préoccupation que sont les relations commerciales et la question de la Défense en Europe, et d'en déduire quelques conséquences pour les allocations d'actifs.

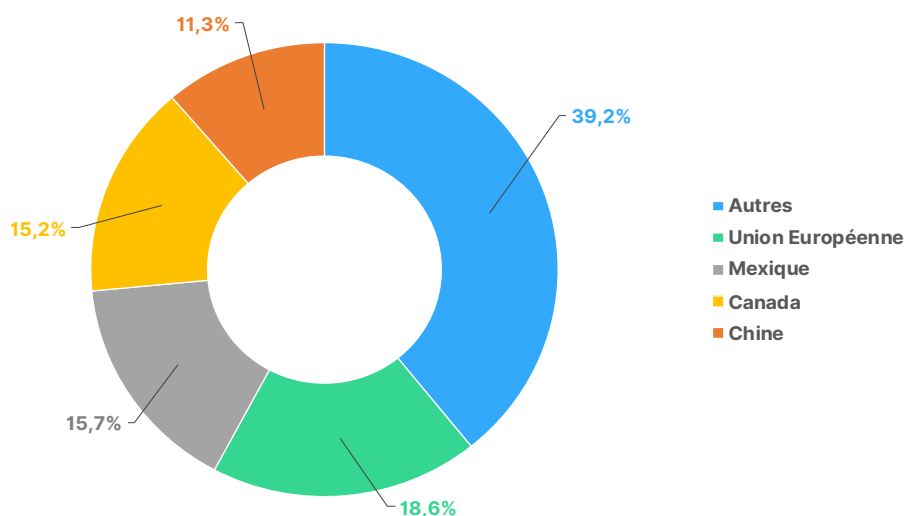
« La raison du plus fort est toujours la meilleure. » / Le Loup et l'Agneau.

Le retour de D.Trump à la Maison Blanche a créé diverses ruptures majeures, notamment en ce qui concerne le commerce international. Le Président souhaite en effet renforcer la souveraineté américaine, ce qui passe selon lui par la réindustrialisation des États-Unis, et présenterait l'avantage de contribuer à rééquilibrer la balance

commerciale nationale. Pour ce faire, D.Trump a notamment décidé d'imposer des tarifs douaniers à l'encontre des produits étrangers entrant sur le territoire américain, de façon à réduire leur compétitivité et à encourager les entreprises étrangères à s'implanter aux États-Unis, stimulées en cela par la perspective d'une importante baisse à venir de l'impôt sur les sociétés. Bien entendu, l'application de ces taxes douanières peut provoquer des rétorsions en retour, avec un risque d'escalade tarifaire entre les pays, d'où l'actuelle déstabilisation du commerce mondial et l'inquiétude montante des investisseurs.

Partenaires commerciaux des États-Unis

Sources : Refinitiv, WeSave



Principaux fournisseurs et clients de biens pour les États-Unis (Mds \$)

Sources : Refinitiv, WeSave

Fournisseurs		Clients	
Mexique	505,9	Canada	349,4
Chine	438,9	Mexique	334
Canada	412,7	Chine	143,5
Allemagne	160,4	Pays-Bas	89,6
Japon	148,2	Japon	79,9
Vietnam	136,6	Allemagne	79,7
Corée du Sud	131,5	Corée du Sud	75,6
Taïwan	116,3	Brésil	65,5
Irlande	103,3	Singapour	49,7
Inde	87,4	Royaume-Uni	46

Faiseur de « deals », mais aussi afin d'arracher diverses concessions aux pays étrangers, D.Trump a décidé de tirer pleinement profit des rapports de force bilatéraux favorables aux États-Unis. De plus, afin d'amplifier la portée de ses annonces, il joue de l'effet de surprise en portant ses offensives là où il n'était pas attendu, l'effet anxiogène étant alors démultiplié. Cette attitude est très déstabilisatrice, les partenaires économiques privilégiés d'hier étant traités aujourd'hui comme des adversaires, au seul motif qu'ils dégagent des excédents commerciaux vis-à-vis des États-Unis ! Ainsi, le Mexique et le Canada ont été les premières cibles des relèvements tarifaires américains avec 25% de droits de douane. La Chine, concurrent des États-Unis pour le leadership mondial, s'est vu appliquer une première hausse de 10% de taxes dès février, puis 10% additionnels en mars. Pour ce qui est de l'Union européenne (U.E.), elle pourrait voir ses tarifs douaniers relevés de 25%, D.Trump superposant toutefois délibérément ce sujet avec le calendrier de l'éventuelle fin du conflit en Ukraine, de façon à disposer d'un rapport de force démultiplié.

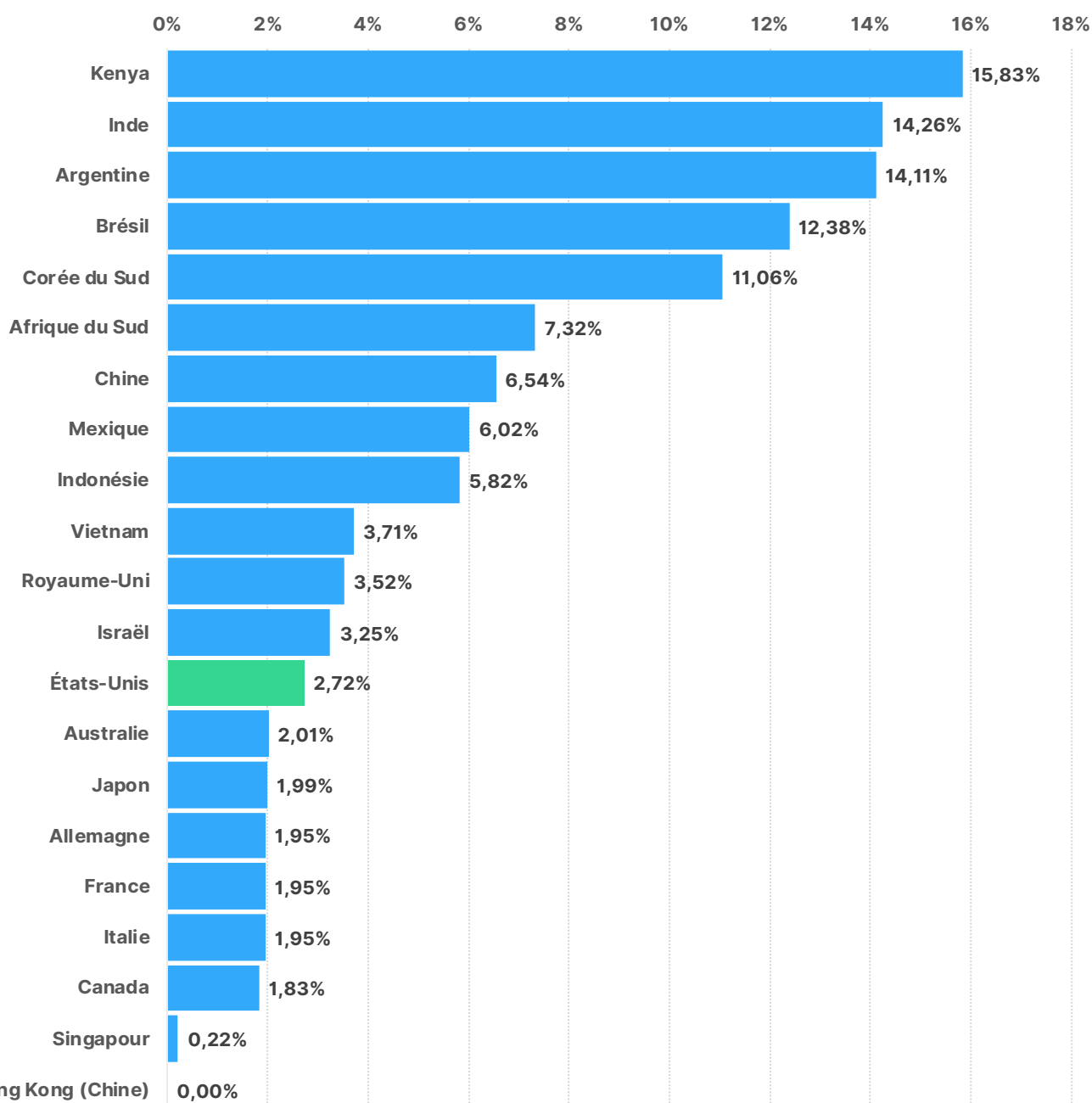
Faut-il s'attendre alors à des tarifs douaniers de 10%, de 25%, ou bien plus élevés encore ? Ces tarifs douaniers s'appliqueront-ils à quelques secteurs spécifiques (automobile, pharmaceutique, semi-conducteurs, acier) ou bien à tous ? Des exemptions ou tarifs douaniers plus modérés seront-ils accordés à certains produits stratégiques (cf. pétrole canadien par exemple) ? La confusion est totale pour les partenaires commerciaux des États-Unis, mais tout autant pour les négociateurs américains, puisque les droits de douane et les calendriers de mise en application finalement retenus peuvent être très éloignés des annonces initiales ! Mener de front autant de négociations avec TOUT le reste du monde est un chantier titanesque pour l'Administration Trump, qui ne dispose évidemment ni des effectifs, ni des ressources suffisantes pour mener à bien un tel chantier : les pays ou les zones ayant les plus importants excédents commerciaux à l'égard des États-Unis deviennent donc des cibles prioritaires. Pour ce qui est de l'U.E., sera-t-elle traitée comme une seule entité, ou bien les États-Unis parviendront-ils à fracturer le bloc commun et

à imposer des dialogues bilatéraux qui leur seraient plus favorables ? En attendant des avancées sur les diverses négociations en cours, l'hypothèse envisagée par les États-Unis consisterait à appliquer des « tarifs douaniers réciproques » : les Américains aligneraient systématiquement par le haut leurs droits de douane à l'égard de tout pays étranger appliquant une taxation aux frontières plus élevée

que la leur. Cette méthode présenterait le double avantage d'être relativement simple à justifier et à mettre en œuvre, et assurerait les premières rentrées fiscales : la cohérence globale du plan économique de D.Trump dépend notamment des droits de douane prélevés, puisqu'étant voués à financer en partie les baisses à venir d'impôts sur les sociétés.

Tarifs douaniers moyens appliqués par certains pays

Sources : Banque Mondiale, WeSave



Le diable se cache toutefois dans les détails : quelles statistiques utiliser pour appliquer les tarifs douaniers ? Ainsi, les données transatlantiques de calcul des déficits ou des excédents commerciaux ne sont pas harmonisées, ouvrant la voie à d'interminables discussions entre les négociateurs. La TVA doit-elle être incluse dans les calculs de taxation, comme le souhaitent les États-Unis ? Les biens seront-ils les seuls à être concernés, ou bien les services le seront-ils également, et qu'en sera-t-il de la « taxe GAFA » qui agace D.Trump et son entourage, ou bien encore de la taxe carbone aux frontières ? Le sujet des services est particulièrement sensible car, si les États-Unis sont structurellement en déficit commercial pour les biens industriels, le pays dégage en revanche d'importants excédents commerciaux sur les activités de services, notamment grâce aux secteurs de la technologie et de la finance, ce qui compense en grande partie leurs déficits sur les biens. À titre d'illustration,

selon des données du Parlement européen, en 2023 l'U.E. avait un excédent sur les biens à l'égard des États-Unis de 156,6 Mds €, mais simultanément un déficit sur les services de -104 Mds €, soit un excédent global de « seulement » 52,6 Mds €, ou bien encore 3,4% du total des échanges entre les deux zones. Par ailleurs, les barrières douanières ne sont pas nécessairement exclusivement tarifaires, puisqu'elles peuvent aussi être sanitaires, environnementales, ou bien réglementaires, ce qui est d'ailleurs la spécialité de l'U.E. ... quelles taxes douanières convient-il d'appliquer dans un tel cas ? Enfin, les fluctuations entre les devises peuvent contrecarrer les effets négatifs des tarifs douaniers sur la compétitivité d'un pays. Il ne serait alors pas étonnant que l'Administration Trump en vienne à reprocher à certains pays de « manipuler leurs devises », justifiant d'imposer des tarifs douaniers discrétionnaires.

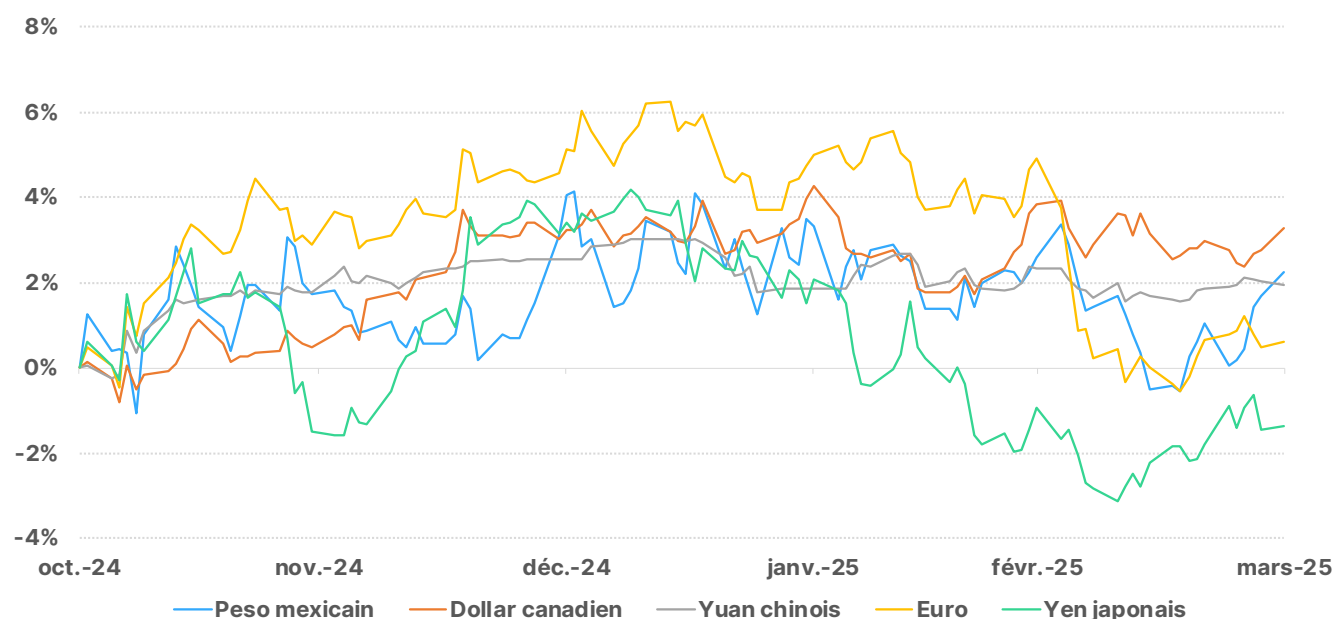
Échanges de biens et services entre les États-Unis et l'Union européenne (Mds €)

Sources : Parlement européen, WeSave

Biens	
Union européenne → États-Unis	503,8
États-Unis → Union européenne	347,2
Solde des biens	-156,6
Cumul des échanges de biens	851
Services	
Union européenne → États-Unis	292,4
États-Unis → Union européenne	396,4
Solde des services	104
Cumul des échanges de services	688,8
Solde des biens et services	-52,6
Cumul des échanges de biens et services	1539,8
Solde des biens et services en % du cumul des échanges	-3,42%

Dollar face aux principales devises de commerce du pays depuis la réélection de D.Trump

Sources : Refinitiv, WeSave



Pour les entreprises, les ménages, et les investisseurs en bourse, c'est bien plus l'incertitude tarifaire que les tarifs douaniers eux-mêmes qui pose problème. Lorsque les paramètres fiscaux sont prévisibles, il est possible de prendre des décisions d'investissement selon des critères objectifs, alors que le flou actuellement entretenu par l'Administration américaine incite à tout suspendre en attendant de retrouver plus de visibilité. Ainsi, les dirigeants d'entreprises doivent-ils reconsidérer leurs sources d'approvisionnement si leurs fournisseurs devenaient subitement bien plus chers du fait de ces tarifs douaniers, ou bien parce qu'ils font l'objet de décisions politiques d'interdiction de poursuivre leurs échanges avec tel ou tel pays ? Est-il nécessaire de chercher dans l'urgence de nouveaux clients pour les produits et les services que l'on propose si certains marchés se ferment subitement (par exemple, risque de « submersion » des marchés européens par les produits chinois) ? La question se pose aussi pour les entreprises de répercuter ou non sur leurs prix finaux les hausses tarifaires subies, sachant que cette décision dépend

de l'intensité concurrentielle du secteur d'activité dans lequel elles évoluent, et que ce facteur pourrait changer significativement à la suite de l'application des nouveaux droits de douane.

« Lorsque les paramètres fiscaux sont prévisibles, il est possible de prendre des décisions d'investissement selon des critères objectifs, alors que le flou actuellement entretenu par l'Administration américaine incite à tout suspendre en attendant de retrouver plus de visibilité. »

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

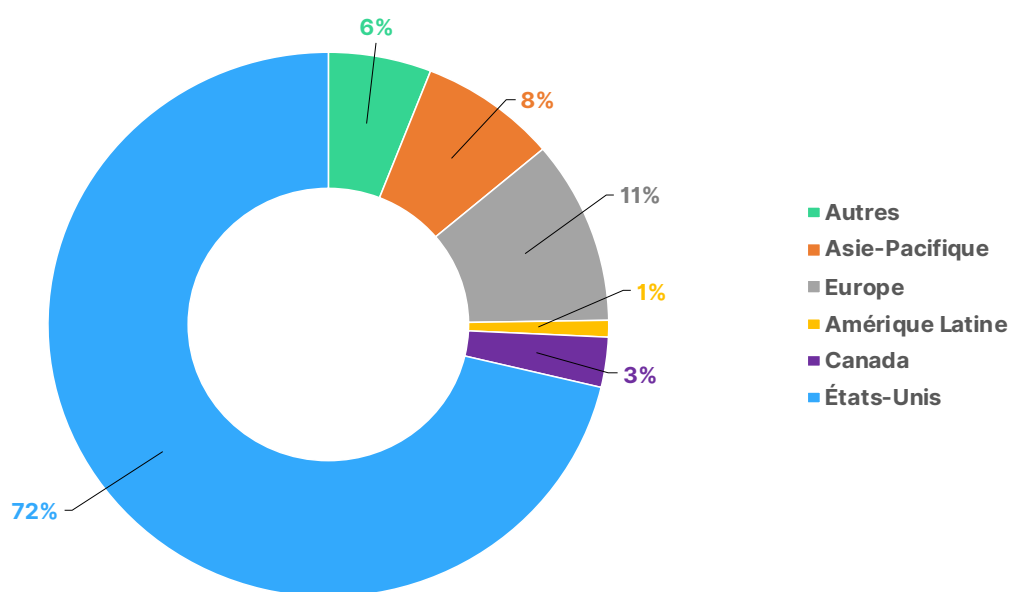
Pour ce qui est des ménages, leurs décisions de consommation ou d'épargne peuvent être plus ou moins sensibles aux hausses de prix des produits qui ne manqueront pas d'intervenir, et exerceront-ils en retour des pressions sur leurs employeurs pour que des hausses de salaires permettent de préserver leur pouvoir d'achat ? Tous ces questionnements pénalisent les entreprises du monde entier, y compris les entreprises américaines : c'est pourquoi, même s'il peut y avoir un risque d'inflation additionnelle à court terme, c'est principalement un risque de tassement de la croissance économique qu'il faut craindre. Dès lors, après une hausse prévisible de certains prix, c'est peut-être paradoxalement plutôt de la désinflation qui pourrait survenir si le tassement de la croissance économique devait être prononcé. Si tel devait être le cas, les décisions des Banques centrales seraient délicates : elles devraient arbitrer entre une inflation de court terme justifiant de relever éventuellement les taux directeurs, et un tassement de croissance économique qui s'en suivrait encourageant à l'inverse à une baisse des taux directeurs ! Pour les investisseurs en bourse, la perte de visibilité est donc totale : quels chiffres

d'affaires attendre, quelles marges bénéficiaires espérer, quelles politiques monétaires et donc quels coûts d'emprunts pour les agents économiques sont envisageables, quelles parités de changes sur les devises, etc... ? La volatilité des marchés financiers en ce début d'année est donc justifiée, mais elle repose sur des HYPOTHÈSES de droits de douanes et d'effets dominos qui s'ensuivent, et pas sur des certitudes, d'où des prises de bénéfices et des rotations de thèmes, de secteurs, ou de zones, mais sans désinvestissements massifs.

“ Dès lors, après une hausse prévisible de certains prix, c'est peut-être paradoxalement plutôt de la désinflation qui pourrait survenir si le tassement de la croissance économique devait être prononcé.

Répartition géographique des chiffres d'affaires des sociétés du S&P500

Sources : IBES, WeSave



L'Administration Trump a en effet décidé de laisser aux Européens le soin de défendre leur propre territoire, de façon à se concentrer sur le front paraissant prioritaire : la Chine.

« En toute chose, il faut considérer la fin. » / Le Renard et le Bouc.

Le réveil est brutal : les Américains ne devraient plus garantir la sécurité des Européens. L'Administration Trump a en effet décidé de laisser aux Européens le soin de défendre leur propre territoire, de façon à se concentrer sur le front paraissant prioritaire : la Chine. L'Europe a manqué de vigilance, convaincue que les États-Unis resteraient un protecteur indéfectible, notamment du fait des engagements réciproques pris au travers de l'OTAN. La partition mondiale en cours fait que la souveraineté militaire devient une priorité absolue. Ironie de l'histoire, le projet européen, né d'une promesse de paix, se consolide à nouveau sur une menace de guerre.

Budgets de défense cumulés entre 2003 et 2023 (Mds \$)

Sources: INSEE, WeSave

	En Mds \$	En % des États-Unis
États-Unis	14 220	100,0%
Europe	4 490	31,6%
Chine	3 340	23,5%

Budgets de Défense en 2024 (Mds \$)

Sources: International Institute for Strategic Studies, WeSave

	En Mds \$	En % des U.S
États-Unis	968	100,0%
Europe	453	46,8%
Union Européenne	326	33,7%
Chine	235	24,3%
Russie	146	15,1%
Allemagne	86	8,9%
Royaume-Uni	81	8,4%
Inde	74	7,6%
Arabie Saoudite	72	7,4%
France	64	6,6%
Japon	53	5,5%
Corée du Sud	44	4,5%
Australie	36	3,7%
Italie	35	3,6%
Israël	34	3,5%
Ukraine	28	2,9%
Pologne	28	2,9%

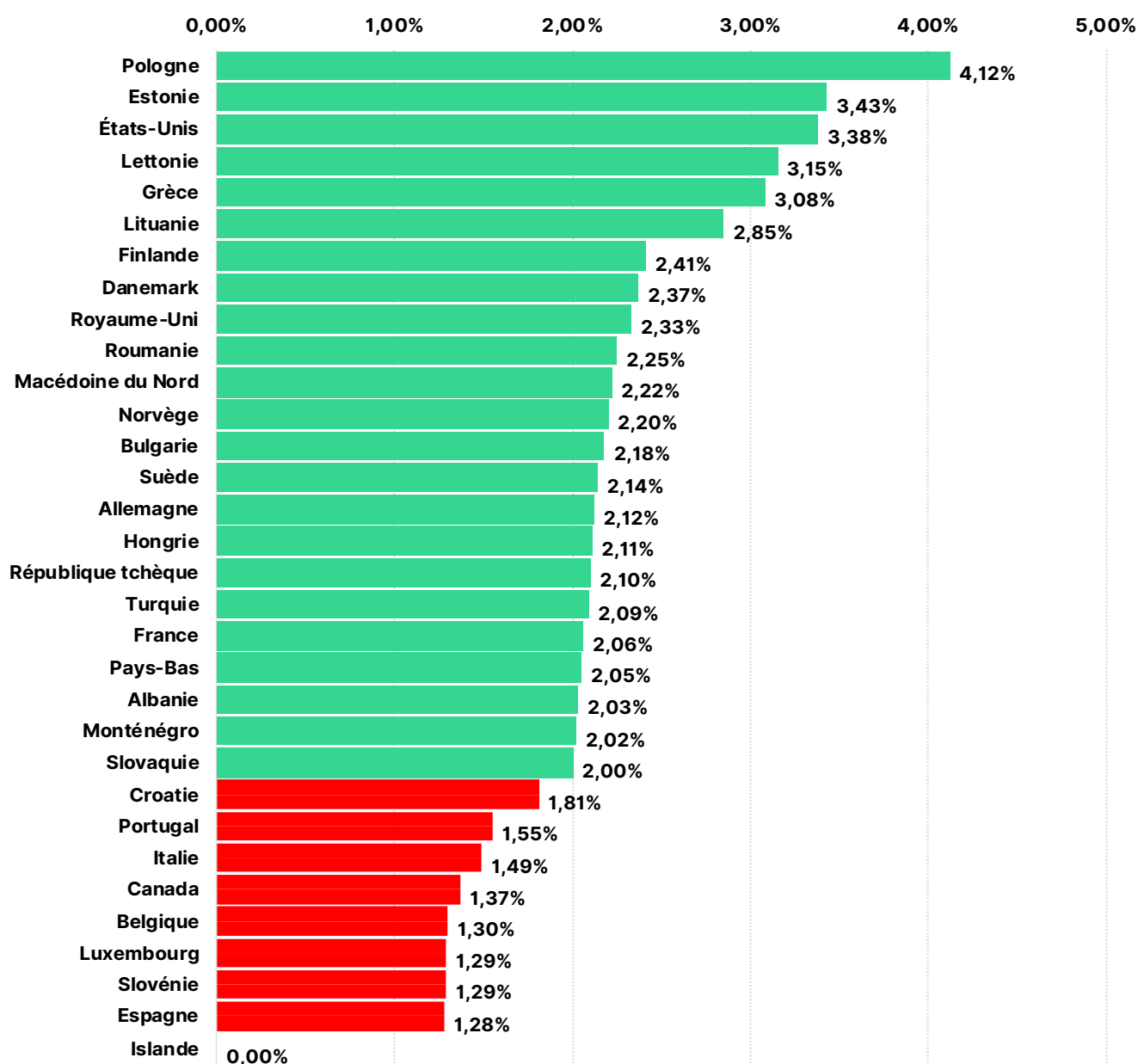
Le budget européen de Défense est passé de 317 Mds \$ en 2021 à 453 Mds \$ en 2024, soit une hausse de 43%. Désormais, 21 des 28 pays de l'U.E. consacrent plus de 2% du PIB à la Défense. Pour autant, durant des décennies, les budgets consacrés à la Défense étaient limités à la portion congrue en Europe et, parce que n'étant pas prioritaires, aucune industrie de Défense structurée n'avait été planifiée au niveau de l'Union. Chaque État disposait librement de son maigre budget consacré à la Défense, tentant de soutenir les quelques entreprises

nationales opérant dans ce secteur d'activité, ou bien avaient recours aux sociétés de la Défense américaine, entretenant ainsi une dépendance de long terme à leur égard (cf. équipements militaires, formation à l'utilisation de ces équipements, pièces détachées, munitions, etc...). Pour autant, le retard accumulé depuis des décennies est considérable et sera très difficile à combler, de même que l'écart transatlantique. La Chine n'est pas en reste puisque,

bien que ses dépenses consacrées à la Défense soient officiellement inférieures à celles de l'U.E., ses coûts industriels sont bien plus faibles qu'en Europe ou qu'aux États-Unis, obtenant ainsi une capacité militaire bien supérieure pour chaque Dollar dépensé. De plus, contrairement à l'Europe, la Chine n'a pas eu recours aux États-Unis pour sa Défense, c'est donc bien son industrie domestique qui en a directement tiré profit.

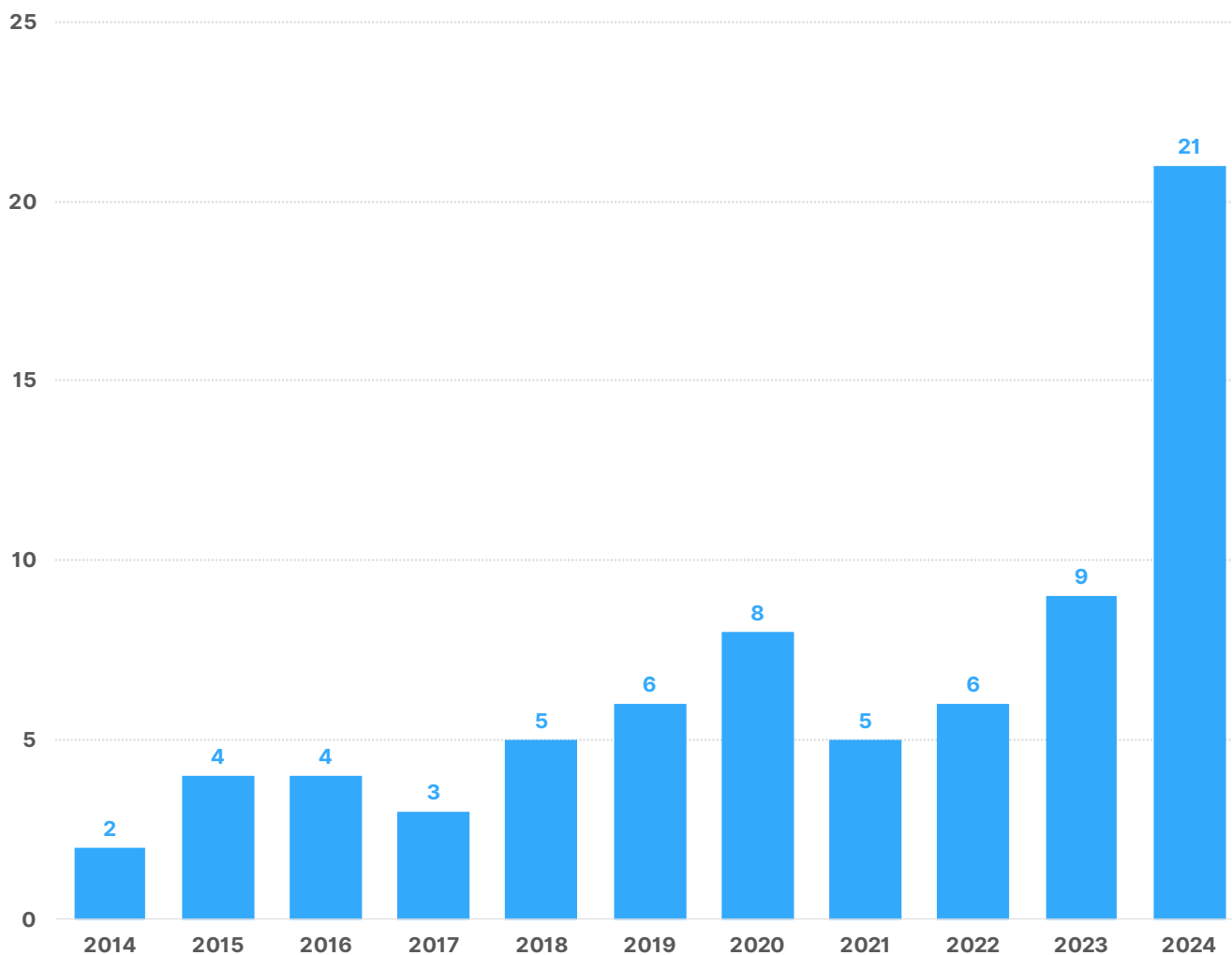
Dépenses militaires des pays de l'OTAN en % du PIB (< 2% / > 2%)

Sources : OTAN, WeSave



Nombre de pays européens sur les 28 de l'U.E. dont le budget de défense dépasse les 2% du PIB

Sources : OTAN, WeSave



Face à l'adversité russe, l'époque des « passagers clandestins » de la Défense est désormais révolue : bien que la situation budgétaire des États européens ne s'y prête pas nécessairement, ou bien que de nombreuses autres dépenses soient elles aussi urgentes (cf. transition énergétique par exemple), la « mobilisation générale » est impérative. L'ambition affichée par les dirigeants de l'U.E. est d'y consacrer d'abord 3% du PIB, pour tendre ensuite vers les 5%, sachant que 1% du PIB européen équivaut environ à 170 Mds €. Les sommes en jeu étant très importantes, elles ne pourraient que susciter des frictions entre les pays membres, soit par réticence à déboursier de tels montants, soit pour tenter de

s'approprier ces flux de capitaux. L'écosystème de la Défense européen est en effet, hélas, particulièrement morcelé. Structurer un « Airbus de la Défense » européen sera un exercice très difficile puisque le principe du « juste retour », consistant à obtenir une charge industrielle équivalente à sa participation financière, participe au morcellement de l'offre. Il convient de souligner que, en dépit du Brexit, le Royaume-Uni s'est immédiatement associé aux pays de l'U.E. pour cette perspective de Défense européenne, et de rappeler qu'avec la France, ce sont les 2 seuls pays européens à disposer de l'arme nucléaire.

Principales sociétés du secteur de la défense en Europe

Sources : OTAN, WeSave

Société	Pays	Société	Pays
AIRBUS	<i>Allemagne</i>	FINCANTIERI	<i>Italie</i>
DIEHL	<i>Allemagne</i>	LEONARDO	<i>Italie</i>
HENSOLDT	<i>Allemagne</i>	SES	<i>Luxembourg</i>
MTU	<i>Allemagne</i>	KONGSBERG	<i>Norvège</i>
RENK	<i>Allemagne</i>	NAMMO	<i>Norvège</i>
RHEINMETALL	<i>Allemagne</i>	KNDS	<i>Pays-Bas</i>
INDRA	<i>Espagne</i>	PGZ	<i>Pologne</i>
NAVANTIA	<i>Espagne</i>	BABCOCK	<i>Royaume-Uni</i>
PATRIA	<i>Finlande</i>	BAE SYSTEMS	<i>Royaume-Uni</i>
DASSAULT AVIATION	<i>France</i>	MELROSE	<i>Royaume-Uni</i>
NAVAL GROUP	<i>France</i>	QINETIQ	<i>Royaume-Uni</i>
SAFRAN	<i>France</i>	ROLLS ROYCE	<i>Royaume-Uni</i>
THALES	<i>France</i>	SAAB	<i>Suède</i>
EATON	<i>Irlande</i>	UKROBORONPROM	<i>Ukraine</i>

800 Mds € est l'ambitieux plan dévoilé par U.Von der Leyen pour la Défense européenne et pour fournir une aide immédiate à l'Ukraine. Comme toujours, il est difficile de savoir si cette annonce ne dissimule pas d'importants « recyclages » de capitaux déjà annoncés préalablement (cf. réaffectation des « fonds structurels » européens), mais aussi de s'interroger quant à la léchéancier de ce budget ? Ces questions sont très importantes car les modalités de financement en dépendent, et ce sujet soulève de nombreuses réflexions. Dans la mesure où les contraintes budgétaires des États européens sont déjà fortes, Bruxelles envisage de retirer à l'avenir le budget de la Défense des calculs de respect des règles de Maastricht en termes de déficit budgétaire et de dette. Même si cet artifice comptable permet à certains pays de ne plus faire l'objet de procédures

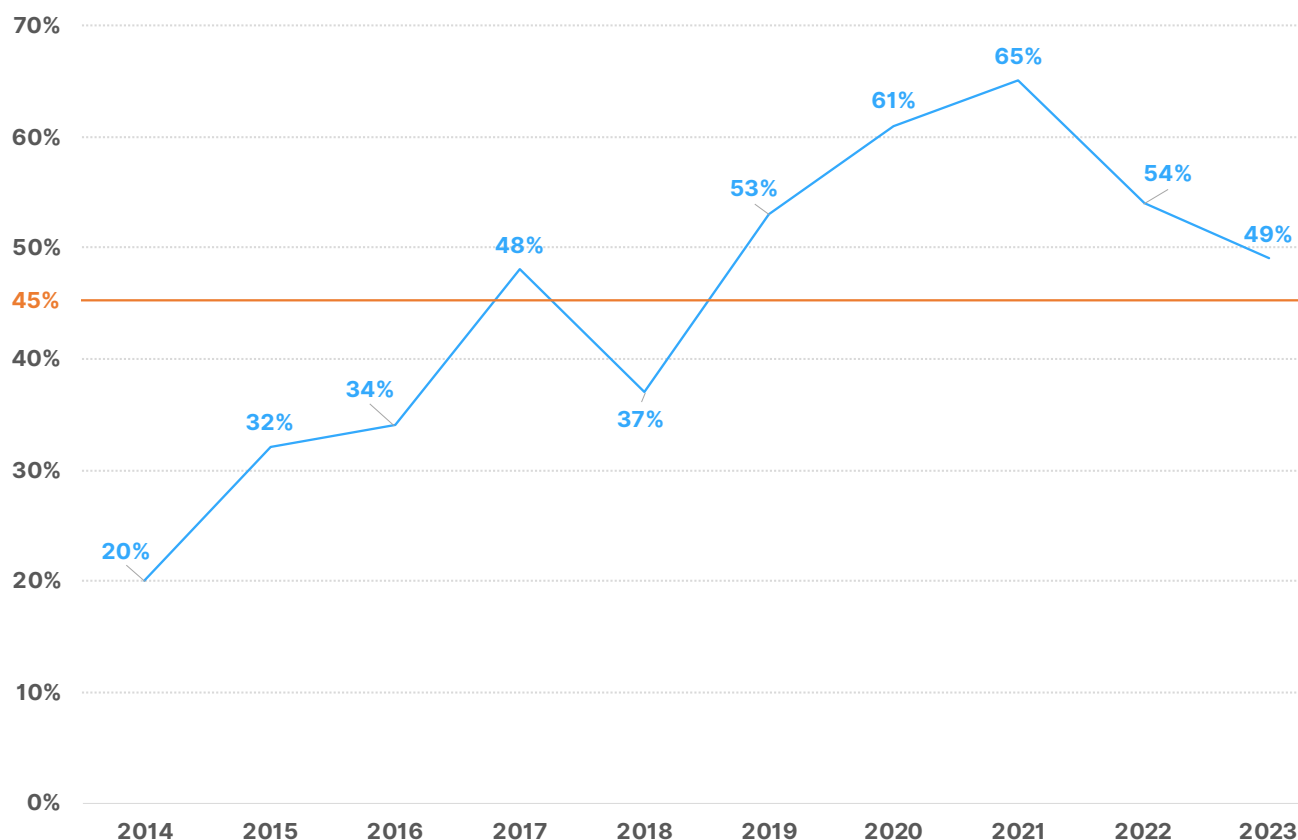
pour déficits excessifs, cela ne résout toutefois pas la question de la levée des capitaux nécessaires, puisque ne modifiant pas le niveau de dette respectif de chaque pays. C'est pourquoi, à l'instar de ce qui a été fait durant la COVID, la piste des « Eurobonds » (obligations émises par l'ensemble de l'U.E., et non plus par chaque pays individuellement) est de nouveau considérée, car permettant de lever plus de capitaux, très vite, et avec un taux d'intérêt moyen plus bas. La problématique suivante consiste à trouver des contreparties disposées à acquérir ces obligations des États ou bien ces Eurobonds. La Banque Européenne d'Investissement pourrait ainsi être sollicitée, à condition d'ajuster ses statuts et missions. De même, parce qu'une guerre est inflationniste et que le mandat de la BCE consiste à maîtriser l'inflation, elle pourrait trouver là une

justification pour, elle aussi, se porter acquéreur de ces obligations ou Eurobonds et participer ainsi au financement de la Défense européenne. S'il fallait recourir aux capitaux des investisseurs institutionnels, un assouplissement des règles de restrictions d'investissement sur la Défense pourrait être accordé aux fonds « socialement responsables » ... mais un tel changement d'orientation pourrait déplaire à leurs clients ! Pour que les capitaux ainsi levés soient mieux rentabilisés, il conviendra d'imposer une « préférence européenne » pour développer nos entreprises, mais aussi que les achats européens dans la Défense soient enfin mutualisés, rendant cette Défense plus cohérente (cf. interopérabilité) et permettant de réaliser ainsi des économies sur les coûts d'achats ... ce qui signifie toutefois d'accepter de renoncer à la souveraineté de chaque pays au profit de celle de l'U.E. !

S'il fallait recourir aux capitaux des investisseurs institutionnels, un assouplissement des règles de restrictions d'investissement sur la Défense pourrait être accordé aux fonds « socialement responsables » ... mais un tel changement d'orientation pourrait déplaire à leurs clients !

Armes américaines en % du total des importations d'armement de l'Europe et sa moyenne

Sources : SIPRI, WeSave



« Aide-toi, le Ciel t'aidera. » / Le Chartier embourbé.

Le regain de volatilité sur les diverses classes d'actifs en bourse depuis le début d'année atteste que les investisseurs sont désemparés par les décisions de D.Trump et de son Administration. Essayons toutefois d'identifier quelques lignes directrices pour les allocations d'actifs.

Les budgets des États seront toujours très actifs.

D'un point de vue CONJONCTUREL, la plupart des États chercheront à soutenir leur croissance économique, à défendre l'activité de leurs entreprises, à protéger le pouvoir d'achat des citoyens, etc... pour contrer les effets négatifs à court terme des tensions commerciales. La Chine souhaitant pour sa part défendre son modèle économique et social face à celui que les États-Unis tentent d'imposer, d'importants soutiens budgétaires seront là aussi engagés cette année, ce qui aura des retombées favorables pour ses très nombreux partenaires.

De façon plus STRUCTURELLE, les enveloppes budgétaires allouées à la Défense par l'Europe soutiendront la croissance économique de la zone durant de nombreuses années, et les avancées technologiques du secteur de la Défense auront des retombées favorables pour certains secteurs civils. De même, la TRÈS IMPORTANTE relance budgétaire allemande (500 Mds € alloués aux infrastructures, soit 11% du PIB du pays !) sera un incrément récurrent à la croissance économique du pays durant de nombreuses années, mais aussi pour ses voisins. On peut toutefois regretter que cette relance se fasse au niveau du pays et non pas au niveau de l'U.E. (cf. recommandations du plan Draghi) ! En dépit des nombreuses incertitudes persistantes, les craintes de tassement de la croissance économique ne doivent donc pas être surestimées, et les baisses d'impôts et les dérégulations à venir aux États-Unis pourraient à leur tour enclencher une dynamique favorable, le reste du monde pouvant difficilement ne pas s'aligner, au moins partiellement, sur cet exemple. Dans un contexte où la croissance économique est a priori persistante, et cela durablement, les actions devraient rester bien orientées et justifient de rester surpondérées dans les allocations d'actifs.

Estimation de croissance du PIB, d'inflation et de chômage d'une sélection de pays

Sources : Refinitiv, WeSave

	PIB			Inflation			Chômage		
	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e
Allemagne	-0.1 %	0.4 %	1.0 %	2,4%	2.1 %	2.0 %	6.0 %	6.3 %	6.2 %
Chine	4.9 %	4.5 %	4.2 %	0,4%	0.8 %	1.4 %	4.9 %	4.5 %	4.2 %
Etats-Unis	2.8 %	2.2 %	2.0 %	2,9%	2.7 %	2.6 %	4,0%	4.2 %	4.1 %
France	1.1 %	0.8 %	1.1 %	2,4%	1.7 %	1.9 %	7.5 %	7.6 %	7.6 %
Italie	0.5 %	0.7 %	1.0 %	1,2%	1.7 %	1.8 %	6.5 %	6.4 %	6.2 %
Japon	0.8 %	1.1 %	0.8 %	2,5%	2.4 %	1.9 %	2.5 %	2.4 %	2.3 %
Royaume-Uni	0.9 %	1.1 %	1.4 %	2,5%	2.8 %	2.3 %	4,3%	4.6 %	4.6 %
Zone Euro	0.7 %	0.9 %	1.2 %	2,4%	2.1 %	2.0 %	6.4 %	6.5 %	6.4 %

e* = estimation

Le coût d'emprunt des États transatlantiques diverge et prend radicalement à revers les investisseurs.

Les soutiens budgétaires en urgence engagés par les États européens impliquent de devoir émettre beaucoup plus d'obligations que ce qui était jusqu'alors envisagé et, pour attirer les investisseurs, il faudra leur proposer des rendements plus élevés qu'auparavant. Par ailleurs, si la croissance économique de la zone est soutenue par ces dépenses budgétaires, la BCE aura alors moins d'incitation à baisser ses taux directeurs. Les taux des obligations européennes se sont donc logiquement tendus. En revanche, aux États-Unis, les violents efforts de réduction des dépenses fédérales par E.Musk et son « Department of Government Efficiency » (DOGE) atténuent les besoins de financement de l'État américain et donc le volume d'obligations à émettre. Par ailleurs, tant que les baisses d'impôts envisagées ne sont pas actées, le pays subit plutôt les effets récessifs des premières annonces de D.Trump sans bénéficier

encore des aspects favorables à la croissance économique, ce qui pourrait restaurer quelques marges de manœuvre à la FED pour baisser ses taux directeurs. Les taux des obligations américaines se sont donc logiquement détendus. En fin d'année 2024, les investisseurs avaient des anticipations exactement inverses à ces 2 développements, d'où des allocations très consensuelles, complètement prises à revers : les ajustements de portefeuilles ont été dès lors violents, et sans possibilité de trouver des contreparties significatives sur les marchés. Désormais, un nouvel équilibre semble restauré sur les obligations transatlantiques, comme en atteste la stabilisation du différentiel de rendement entre les États-Unis et l'Allemagne. Dans la mesure où la croissance économique devrait rester bien orientée, le risque de défaut de paiements des entreprises reste très contenu, d'où notre préférence persistante pour ces obligations plutôt que celles des États qui, eux, devront émettre beaucoup de nouvelles obligations.

Rendement des obligations à 10 ans américaines et allemandes, et leur différentiel (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



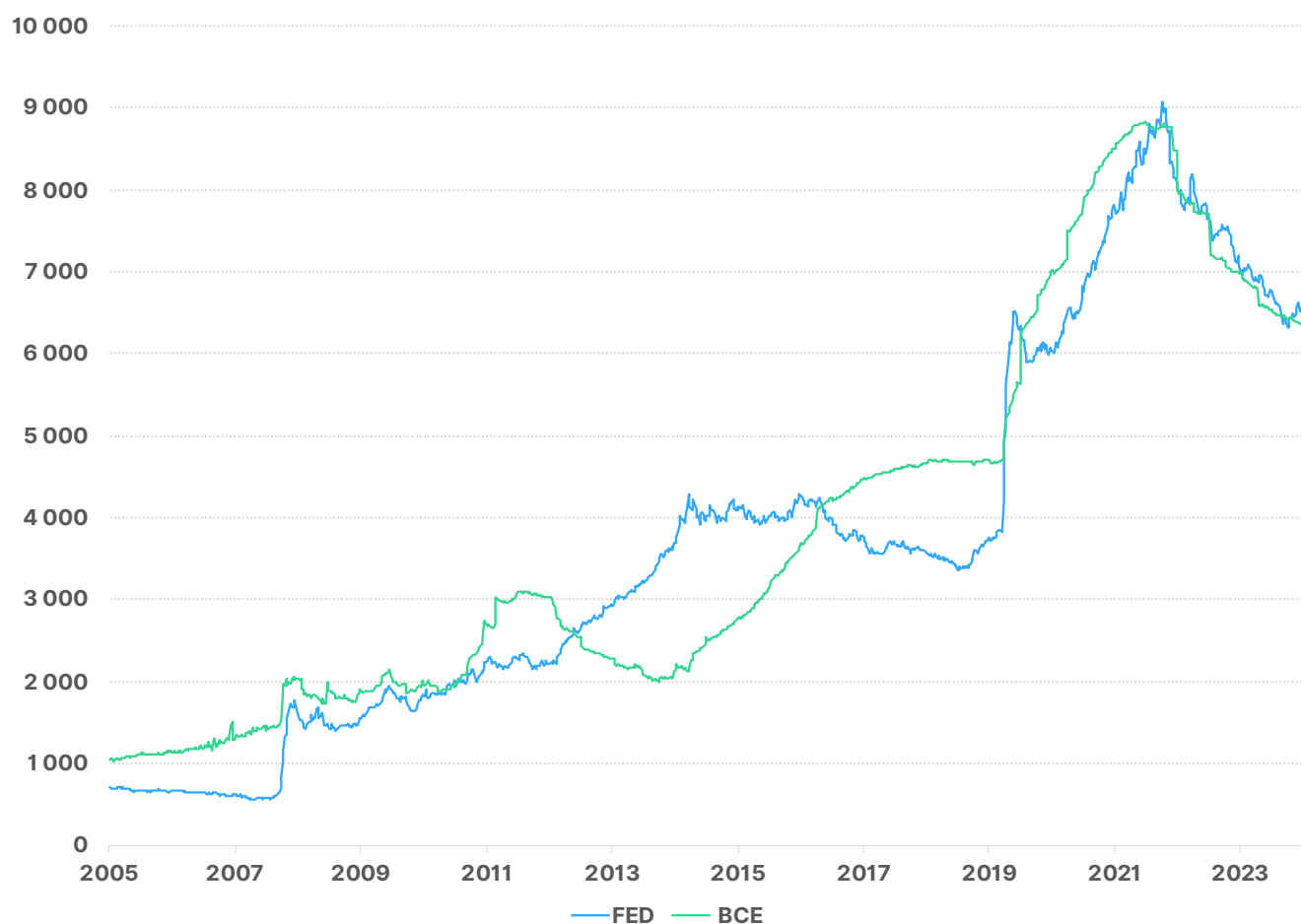
Les Banques centrales à nouveau sollicitées ?

La question de l'éventuel surcroît d'inflation de court terme incite les Banques centrales à plutôt suspendre temporairement les baisses de taux envisagées. Toutefois, de l'aveu même des banquiers centraux, leurs politiques monétaires restent plutôt restrictives et, même si le calendrier reste difficilement prévisible, leur prochain mouvement devrait être une baisse des taux. Par ailleurs, les États, nécessitant des taux d'emprunt les plus bas possibles pour financer leurs investissements ou maintenir la soutenabilité de leurs finances, exerceront une pression significative sur les Banques centrales afin qu'elles adoptent des politiques monétaires accommodantes. Au-delà des taux directeurs, c'est peut-être plus encore la question des achats d'obligations par

les Banques centrales (i.e. les « Quantitative Easing ») qui pourrait faire l'objet d'âpres débats, car la « monétisation des dettes » soulève l'hostilité des banquiers centraux attachés à l'orthodoxie monétaire. Au final, les éventuelles divergences de politiques monétaires, ou bien encore des tempos décalés entre les Banques centrales, pourraient avoir des conséquences importantes sur les devises, comme le montrent déjà les fluctuations en ce début d'année. Ce facteur, source d'incertitude pour les dirigeants d'entreprises et pour les investisseurs, devra être scruté de très près car les performances finales peuvent être radicalement différentes selon que l'anticipation des fluctuations de devise a été juste ou non.

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

Sources : Refinitiv, WeSave



Taux directeurs anticipés par les marchés financiers pour la FED et la BCE en 2025 et ampleur des baisses attendues

Sources : JustETF, WeSave

	FED		BCE		
Taux actuel :	4,38%		Taux actuel :	2,50%	
mercredi 7 mai 2025	4,28%	-0,09%	jeudi 17 avril 2025	2,23%	-0,27%
mercredi 18 juin 2025	4,12%	-0,26%	jeudi 5 juin 2025	2,08%	-0,42%
mercredi 30 juillet 2025	3,97%	-0,41%	jeudi 24 juillet 2025	2,01%	-0,49%
mercredi 17 septembre 2025	3,79%	-0,58%	jeudi 11 septembre 2025	1,92%	-0,58%
mercredi 29 octobre 2025	3,70%	-0,68%	jeudi 30 octobre 2025	1,87%	-0,63%
mercredi 10 décembre 2025	3,57%	-0,81%	jeudi 18 décembre 2025	1,83%	-0,67%

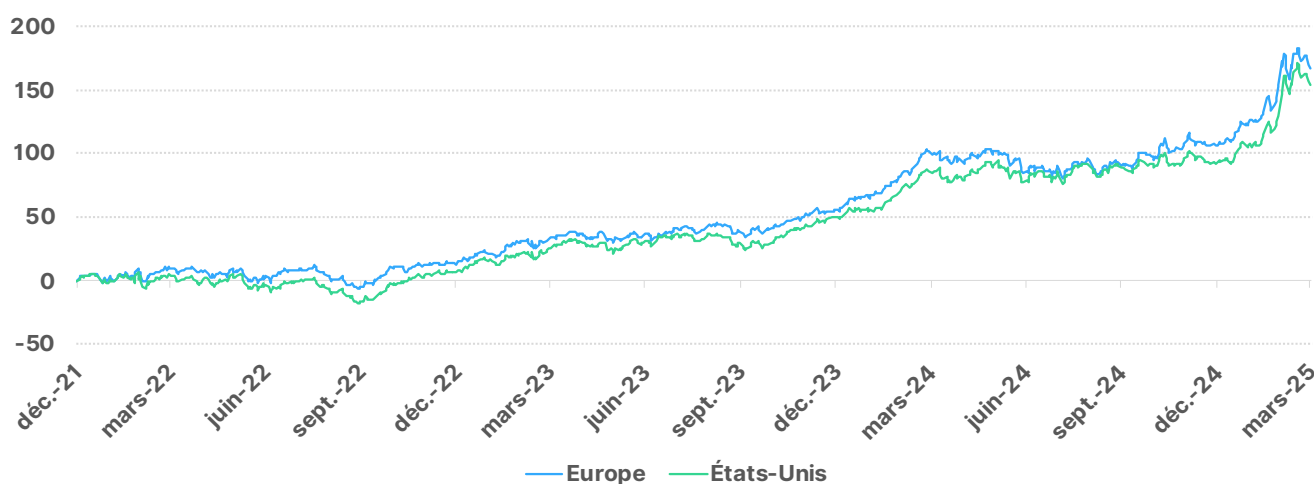
Quelques secteurs d'activité « chauds » en bourse.

Le secteur de la Défense séduit logiquement les investisseurs dans la mesure où ses carnets de commandes seront très fournis, et cela durant de nombreuses années. Il convient toutefois de ne pas oublier que ces sociétés vont devoir investir MASSIVEMENT pour monter en cadence, ce qui va détériorer leur trésorerie : les versements de dividendes et les rachats d'actions ne seront plus une priorité à leurs yeux. Par ailleurs, l'envol des cours de bourse a conduit à une très forte revalorisation

des ratios boursiers du secteur : ce dernier est désormais plus cher que le luxe par exemple ! Le secteur pourrait toutefois bénéficier d'un attrait spéculatif qui semblait impossible jusque-là : des fusions transfrontalières pourraient intervenir, en dépit des enjeux de souveraineté nationale que cela induit. En parallèle beaucoup de sociétés de logiciels informatiques, de capteurs, etc... pourraient être redécouvertes grâce au réveil de ce secteur : la technologie a encore de beaux jours devant elle en bourse !

Performance des actions de la Défense en Europe et aux États-Unis (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Dommages de guerre en Ukraine

Sources : Banque Mondiale, WeSave

	En Mds \$	En % du total
Logement	57,6	32,7%
Transport	36,7	20,9%
Energie	20,5	11,6%
Commerce & industrie	17,5	9,9%
Agriculture	11,2	6,4%
Education & sciences	13,4	7,6%
Autres	19,1	10,9%
Total	176	100%

La construction et la reconstruction seront logiquement des secteurs favorablement entourés en bourse, dans la mesure où l'Allemagne va y consacrer un énorme budget, et que l'Ukraine sera aussi le centre d'intérêt de nombreuses industries. Au-delà des sociétés de BTP ou de matériaux de construction, ce sont aussi les transports, les infrastructures électriques, les télécoms, les services collectifs, etc... qui peuvent trouver là des relais d'activités inattendus, et durant plusieurs années.

Les « métaux rares » sont aussi un enjeu fort que les divers propos de D.Trump ont révélé. Les métaux rares sont des métaux ayant des propriétés physiques très spécifiques, et qui sont essentiels au bon fonctionnement des semi-conducteurs, pour la Défense, etc... Si ces métaux sont en réalité disponibles dans de nombreux endroits de la planète, la difficulté consiste généralement à ne pas disposer de teneurs en métal très riches, d'où un coût d'extraction très élevé. Par ailleurs, les règles environnementales imposées aux sociétés minières renchérissent ou même empêchent l'exploitation de nombreux sites. Si les États-Unis s'en préoccupent

autant, c'est que l'avance technologique du pays est fragile : ils ne disposent que de 5 à 6 mois de réserves stratégiques de ces métaux rares. Par surcroît, la Chine est en situation de quasi monopole mondial dans le domaine du raffinage des métaux rares (80-90% des capacités de raffinage sont localisées dans le pays) : ce moyen de chantage est MAJEUR ! Ceci explique l'intérêt de D.Trump pour le Groenland, pour l'Ukraine, pour le Canada, etc...

Les « métaux rares » sont aussi un enjeu fort que les divers propos de D.Trump ont révélé. Les métaux rares sont des métaux ayant des propriétés physiques très spécifiques, et qui sont essentiels au bon fonctionnement des semi-conducteurs, pour la Défense, etc...

Performance d'un ETF sur les métaux rares en 2025 (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



Conclusion : « Patience et longueur de temps font plus que force ni que rage. » / Le Lion et le Rat.

Les investisseurs détestent les incertitudes et les ruptures, mais ces dernières peuvent aussi être le point de départ de nouvelles histoires qu'il conviendra d'accompagner. Comme toujours, les crises majeures accélèrent la construction européenne, et le brutal réveil des actifs financiers de la zone (actions, obligations, Euro) atteste de l'intérêt que les investisseurs y portent. Pour autant, l'exécution devra être à la hauteur des ambitions, et

ce sera là le véritable test pour la zone : espérons alors que la Défense ne soit que la première pierre d'un bien plus vaste édifice !

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

Montant de dette américaine à rembourser (Mds \$)

Le montant total de la dette fédérale américaine est à ce stade de 28 211 Mds \$, soit l'équivalent de l'intégralité du PIB du pays.

Pour la seule année 2025, les États-Unis doivent rembourser 8 601 Mds \$, soit 30,5% du total de cette dette.

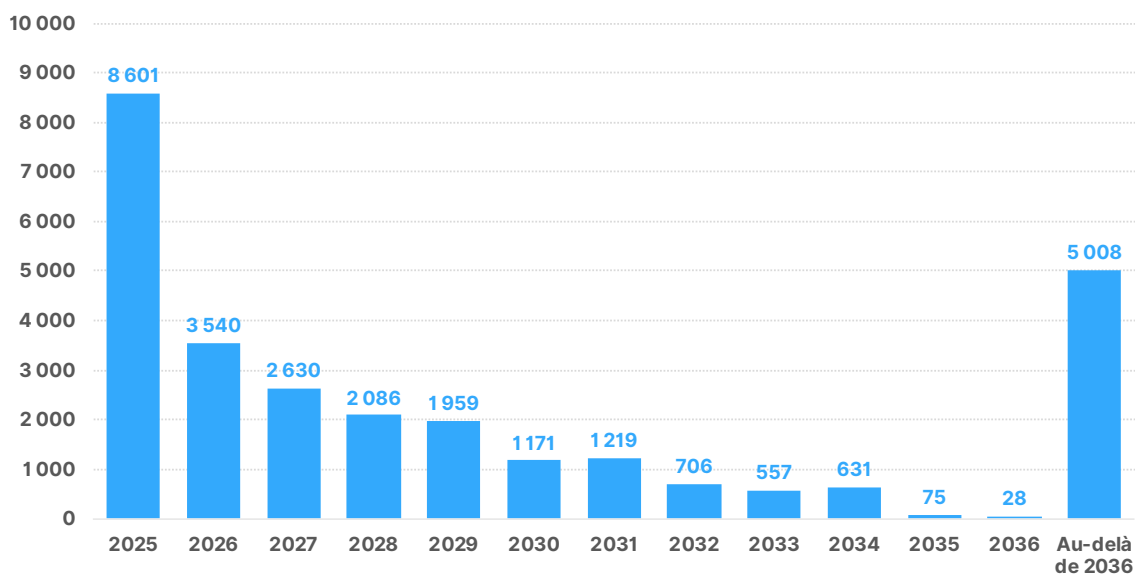
Toutes choses égales par ailleurs, durant les 4 années du mandat à venir de D.Trump (donc entre 2025 et 2028 inclus), ce sont 16 857 Mds \$ qu'il faudra rembourser, soit 59,8% du total des obligations actuellement émises.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Pour retrouver des marges de manœuvre budgétaires, l'Administration Trump, via E.Musk et son DOGE (Department Of Government Efficiency), veulent réduire drastiquement la dimension prise par l'administration fédérale. Ces économies doivent permettre des baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises. La brutalité de ces réductions de dépenses par le DOGE fait désormais craindre un ralentissement significatif de la croissance américaine, voire de tendre vers une récession. Ceci a eu pour effet de provoquer une importante détente des rendements des obligations américaines, les épargnants prenant des bénéfices sur les actions pour acheter des obligations du pays. Parce que le pays doit renouveler près d'1/3 de son stock d'obligations cette année, cette baisse du coût de l'emprunt est particulièrement la bienvenue.

Montant de dette américaine à rembourser (Mds \$)

Sources : Refinitiv, WeSave



Répartition de la dette (en % PIB) et du PIB américain en valeur (Mds \$).

En 70 ans, la dette totale américaine est passée de 128% du PIB, pour atteindre désormais 259% du PIB, soit +202% de progression durant cette période.

En termes de décomposition, la dette des ménages représente aujourd'hui 69% du PIB américain, quand celle du secteur privé est de 73%, et enfin celle de l'État 117%.

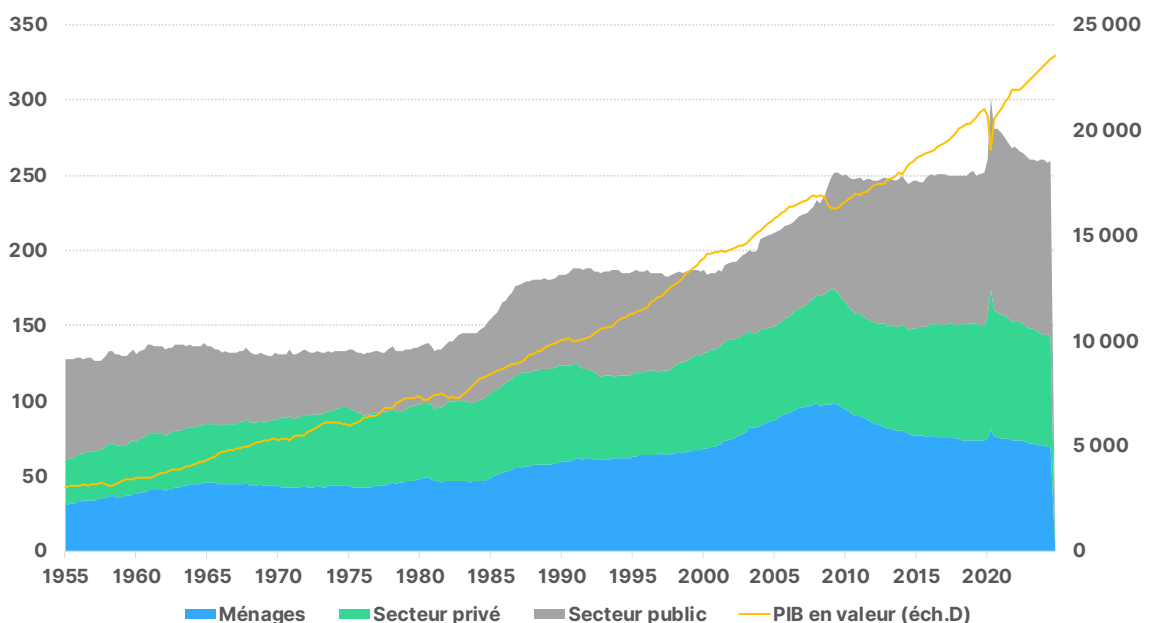
Dans le même temps, le PIB du pays en valeur est passé 3 021 Mds \$ à désormais 23 400 Mds \$, soit +775% de progression en 70 ans.

Quelles conséquences pour les portefeuilles ?

Le reproche fait aux États-Unis est d'avoir une dette qui s'emballe et qui serait désormais déraisonnable. Il est vrai que la dette du pays a énormément progressé durant les dernières années, et que le secteur public en porte une grande responsabilité. Il est toutefois réducteur de ne s'intéresser qu'à la dette, donc au passif des comptes, sans regarder l'évolution de l'actif, donc celle du PIB. La dette a été la source d'une formidable création de valeur pour le pays et d'enrichissement pour ses citoyens. Le débat actuel entre les Démocrates et les Républicains porte en réalité moins sur la dette que sur l'usage qui en est fait. L'Administration Trump considère que la sphère publique est hypertrophiée, que l'aide sociale est trop forte, et que la sphère privée aurait un meilleur usage des capitaux aujourd'hui mobilisés.

Répartition de la dette (en % PIB) et du PIB américain en valeur (Mds \$)

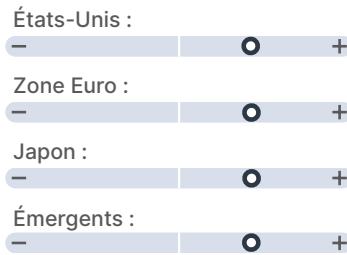
Sources : Refinitiv, WeSave



ACTIONS



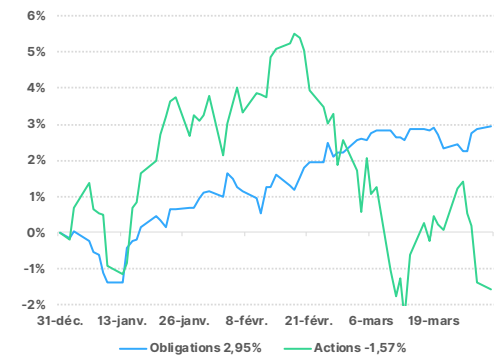
Sous-pondéré Sur-pondéré



Durant le mois de mars, les autorités américaines ont soufflé le chaud et le froid concernant les tarifs douaniers qu'elles envisageaient d'appliquer à partir du mois d'avril, c'est pourquoi les marchés d'actions ont fluctué de façon très erratique. Même si D.Trump prétend ne pas être affecté par le recul des actions américaines en ce début d'année, il doit en revanche s'inquiéter de la perte de confiance des ménages et chefs d'entreprises américains, mais aussi des craintes d'inflation à venir, sachant que ce facteur a été décisif lors de l'élection présidentielle. La FED a

Performance des actions et obligations mondiales (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

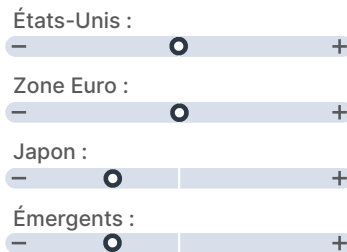


tenu un discours équilibré, mais avec un biais légèrement accommodant, ce qui a permis aux actions de se reprendre un peu en fin de mois. Les soutiens fiscaux et les déréglementations à venir aux États-Unis devraient contribuer favorablement durant les prochains trimestres. Nous conservons notre surpondération sur les actions.

OBLIGATIONS SOUVERAINES



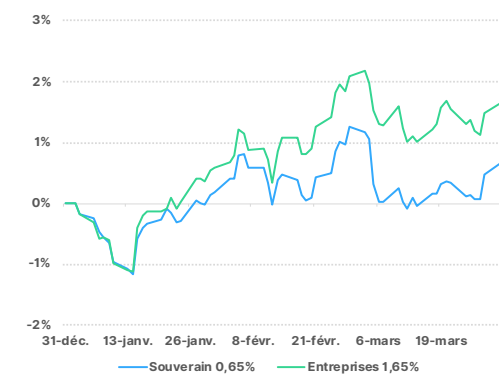
Sous-pondéré Sur-pondéré



En mars, les obligations ont connu des comportements très divers selon les zones. Les obligations américaines se sont appréciées car l'Administration Trump cherche à réduire significativement les dépenses fédérales (cf. DOGE d'E.Musk), diminuant d'autant la masse d'obligations à émettre. Par ailleurs, les agents économiques s'inquiètent d'un possible tassement de la croissance américaine, d'où un flux acheteur d'obligations. En Europe, en revanche, la décision de l'Allemagne de lancer un très vaste plan de relance budgétaire

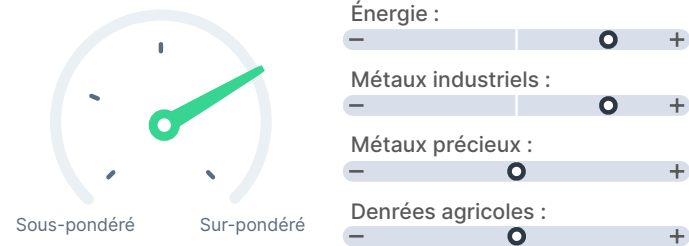
Performance boursière des grandes classes d'actifs obligataires (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



dans les infrastructures, s'ajoutant à celui d'une Défense européenne, a provoqué un brutal rehaussement des rendements des obligations de toute la zone. Nous restons neutres à l'égard des obligations souveraines, les obligations d'entreprises nous paraissant offrir encore un couple "rendement-risque" plus attrayant.

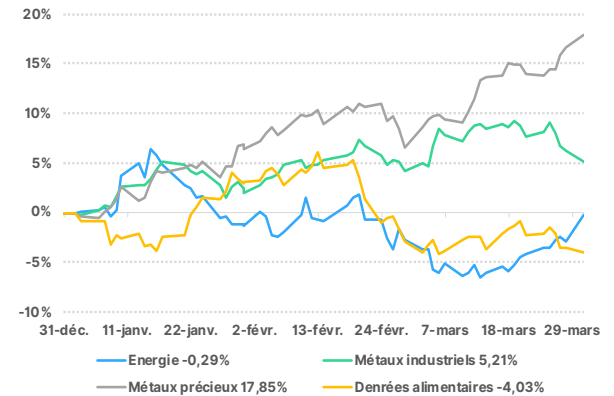
MATIÈRES PREMIÈRES



Les matières premières ont progressé en mars. L'or a dépassé le seuil psychologique des 3000\$, le contexte incertain dû à l'Administration Trump incitant à la détention d'actifs réputés "protecteurs". De plus, les achats d'or par les Banques centrales confortent la dynamique haussière en cours. Les métaux industriels poursuivent leur hausse, la croissance économique chinoise paraissant mieux établie, mais aussi parce que des stocks de précaution sont constitués dans le monde du fait des hausses tarifaires à venir. Le pétrole et l'énergie se redressent, mais les craintes d'excès

Performance des indices de matières premières (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave



d'offre pèsent sur les prix : espoirs de fin de conflit en Ukraine, intensification de l'exploration pétrolière américaine, et excédents de production de l'OPEP+. Un cycle de long terme favorable aux matières premières nous paraissant être engagé, nous maintenons notre surpondération sur cet actif.

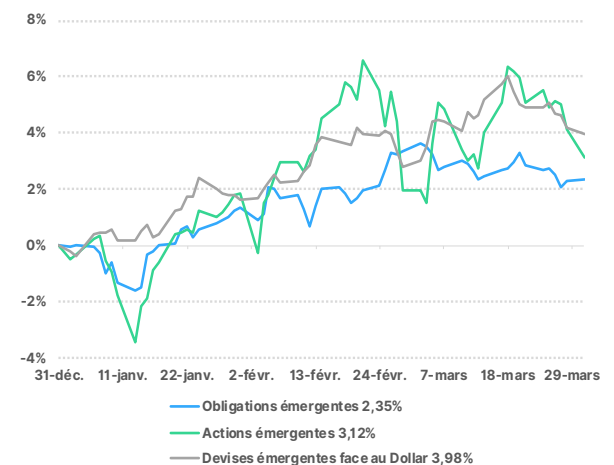
ÉMERGENTS



Depuis le début d'année, la performance des actifs émergents surprend favorablement, en absolu comme en relatif, ce qui est inhabituel après des années de sous-performance. Le recul du Dollar apporte tout d'abord un soutien à ces actifs, puisque cela allège la charge de la dette des pays ou entreprises endettés en Dollar. Par ailleurs, depuis l'affaire "DeepSeek", concurrent chinois aux sociétés américaines dans l'intelligence artificielle, les investisseurs internationaux ont redécouvert les atouts des sociétés de technologie chinoises. De plus, les autorités chinoises affichent la volonté de soutenir la consommation domestique pour

Performances des actifs émergents (en %)

Sources : Refinitiv, WeSave

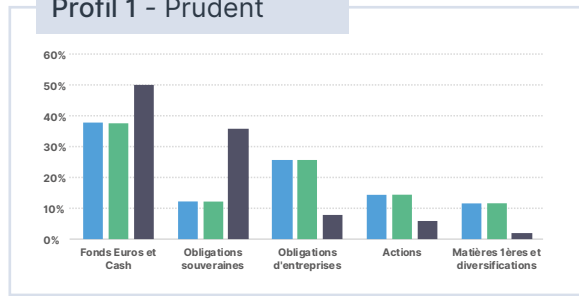


désensibiliser l'économie nationale de sa dépendance au commerce extérieur. La politique économique à venir de D.Trump étant difficilement prévisible, il nous semble préférable de conserver une exposition neutre aux émergents.

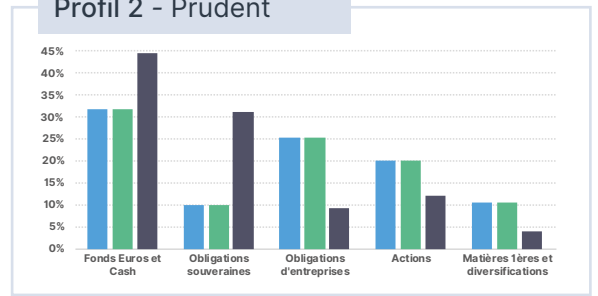
Comparatifs d'allocations entre mars 2025, avril 2025 et la stratégie long terme.

■ Mars 2025 ■ Avril 2025 ■ Allocation long-terme

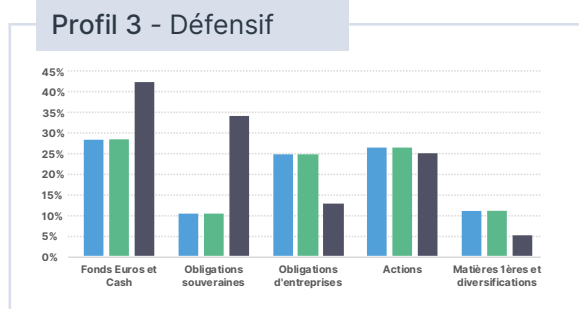
Profil 1 - Prudent



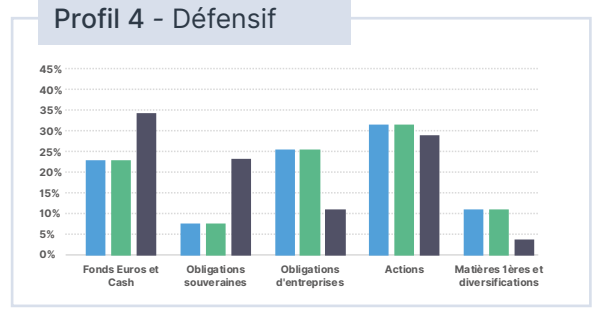
Profil 2 - Prudent



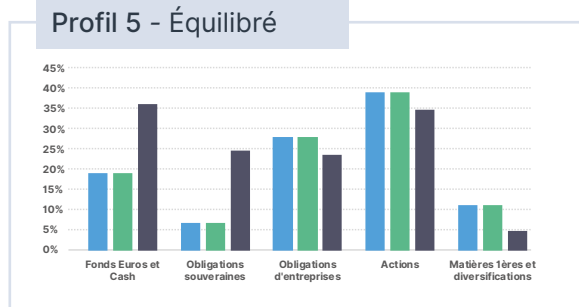
Profil 3 - Défensif



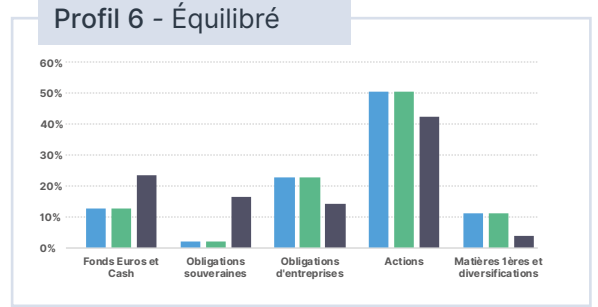
Profil 4 - Défensif



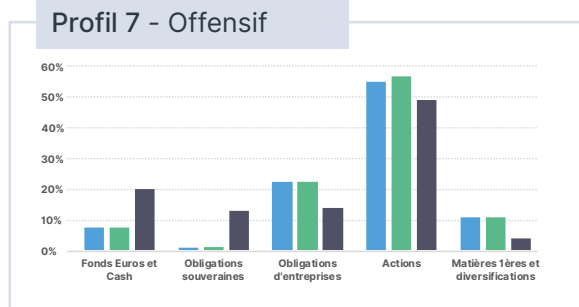
Profil 5 - Équilibré



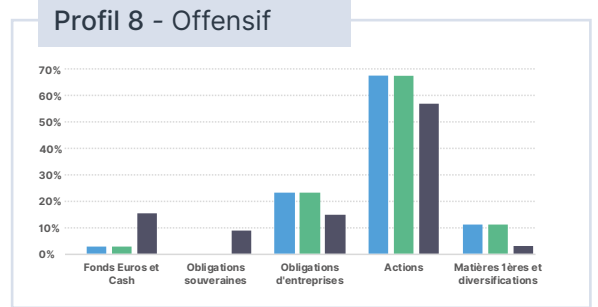
Profil 6 - Équilibré



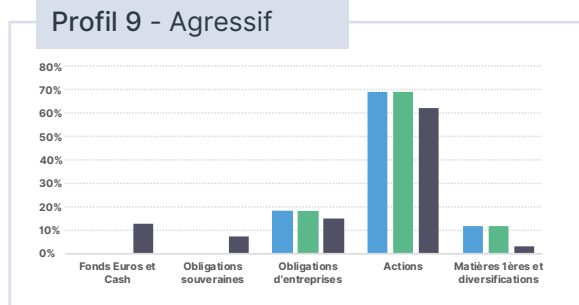
Profil 7 - Offensif



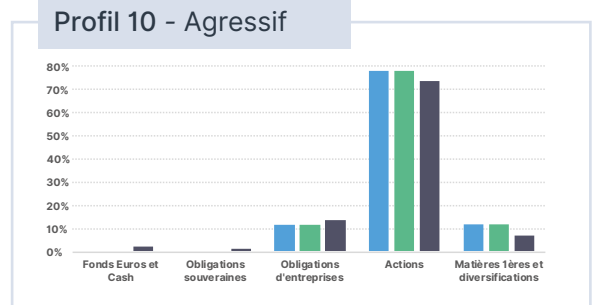
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif



Investir en une fois ou progressivement ?

Dans un contexte économique marqué par des tensions commerciales croissantes et une incertitude accrue sur les marchés, de nombreux investisseurs s'interrogent sur la meilleure manière de placer leur capital. Les fluctuations des indices boursiers, influencées par les politiques monétaires et les crises géopolitiques, rendent la prise de décision plus délicate. Faut-il investir en une seule fois pour profiter des opportunités actuelles ou adopter une approche plus progressive afin d'atténuer le risque ?

Lorsqu'un investisseur dispose d'un capital à placer, deux stratégies principales s'offrent à lui : investir la totalité en une seule fois (**lump sum investing**) ou répartir son investissement sur plusieurs mois voire années (**dollar-cost averaging, DCA**). Chacune de ces approches présente des caractéristiques distinctes qu'il convient d'évaluer en fonction du contexte de marché et du profil de l'investisseur.

L'investissement en une seule fois : performance et exposition immédiate

Des études, notamment celle de **Vanguard**, montrent que dans 66 % des cas, investir immédiatement génère de meilleurs rendements que d'investir progressivement. Cette tendance s'explique par le fait qu'un capital exposé plus tôt aux marchés bénéficie plus rapidement de leur potentiel de croissance.

Opter pour cette stratégie permet de maximiser les rendements à long terme et d'éviter le risque de manquer des hausses importantes en restant trop longtemps hors du marché. Toutefois, cette approche implique également une exposition immédiate à la volatilité. Une chute brutale du marché peu après l'investissement peut s'avérer difficile à encaisser psychologiquement, et certains investisseurs pourraient être tentés de vendre au mauvais moment par crainte des pertes.

L'investissement progressif : limiter le risque de mauvais timing

Le **DCA** consiste à investir progressivement une somme fixe à intervalles réguliers, par exemple chaque mois. En adoptant cette approche, l'investisseur neutralise en partie l'impact des fluctuations de marché en lissant son prix d'achat sur le temps

Cette méthode permet d'atténuer le stress lié aux fortes variations boursières. Elle peut convenir particulièrement à ceux qui appréhendent d'investir au mauvais moment et préfèrent une entrée plus mesurée sur les marchés. Cependant, en diluant l'investissement sur une période prolongée, le rendement global peut être légèrement inférieur à celui d'un investissement en une seule fois, notamment dans un marché haussier.

Comparaison des stratégies : taux de surperformance

Les données suivantes, issues d'une étude de Vanguard, montrent la probabilité de surperformance d'un investissement unique par rapport à un investissement progressif dans différents marchés :

	100% Actions	60% Actions / 40% Obligations	100% Obligations
USA (1926 - 2011)	66% vs 34%	67% vs 33%	65% vs 35%
UK (1976 - 2011)	68% vs 32%	67% vs 33%	61% vs 39%
Australie (1984 - 2011)	62% vs 38%	66% vs 34%	58% vs 42%

Aide à la lecture :

- Les pourcentages indiquent la probabilité qu'un investissement unique surperforme un investissement progressif.
- Par exemple, aux États-Unis, une stratégie en une seule fois est plus performante dans 66% des cas pour un portefeuille 100% actions.
- Le **DCA** semble plus efficace pour des portefeuilles obligataires ou dans des marchés plus volatils.

Une alternative : le Value Averaging (VA)

Le **Value Averaging (VA)** est une stratégie intermédiaire qui ajuste les montants investis en fonction de l'évolution du marché. Contrairement au **DCA**, qui investit un montant fixe, le **VA** consiste à définir une trajectoire cible pour la valeur du portefeuille et à adapter les montants investis pour s'y conformer.

Avec cette méthode, l'investisseur injecte davantage de capital lorsque le marché baisse, ce qui permet d'acquérir plus de titres à moindre coût. À l'inverse, lorsque les prix sont élevés, les apports sont réduits, voire suspendus, afin d'éviter d'acheter au sommet du marché. Cette approche offre un potentiel de rendement supérieur, mais elle exige une rigueur et un suivi régulier, rendant sa mise en œuvre plus complexe que le **DCA**.

Pour estimer si les marchés sont chers ou non, certains indicateurs peuvent être utilisés, tels que le ratio **CAPE (Cyclically Adjusted Price-to-Earnings)** de Robert Shiller, qui compare la valorisation actuelle des actions à leur moyenne historique, ou encore le ratio cours/valeur comptable. Ces outils permettent d'adapter son investissement en fonction des niveaux de valorisation et d'optimiser ses entrées sur le marché.

Quelle stratégie choisir ?

Le choix entre l'**investissement en une fois**, le **DCA** ou le **VA** dépend du profil de l'investisseur et de sa tolérance au risque.

Avec cette méthode, l'investisseur injecte davantage de capital lorsque le marché baisse, ce qui permet d'acquérir plus de titres à moindre coût. À l'inverse, lorsque les prix sont élevés, les apports sont réduits, voire suspendus, afin d'éviter d'acheter au sommet du marché.

POUR ALLER PLUS LOIN

Ceux qui recherchent la performance sur le long terme et peuvent supporter la volatilité auront tendance à privilégier l'investissement en une seule fois.

En revanche, ceux qui souhaitent minimiser le stress lié aux variations de marché et entrer progressivement sur les marchés financiers trouveront dans le **DCA** une solution adaptée. Enfin, le **Value Averaging** constitue une alternative intéressante pour les investisseurs prêts à ajuster leurs apports en fonction des conditions de marché et à suivre leur portefeuille de manière plus active.

Chaque approche présente ses forces et ses limites, et l'important est d'adopter une stratégie en adéquation avec ses objectifs, son horizon d'investissement et sa psychologie face aux fluctuations des marchés.

Notre équipe de conseillers en gestion de patrimoine reste à votre disposition pour échanger avec vous si vous avez des questions par chat depuis [notre site internet](#) ou par téléphone au **01 80 49 70 00**.

L'équipe des conseillers WeSave

Paul Dubourgais est responsable du pôle patrimonial chez WeSave. Après ses études en Ingénierie Patrimoniale au sein de l'IUP de Caen, il effectue son début de carrière dans différentes structures de gestion privée. Ayant pour souhait que l'investissement haut de gamme soit accessible pour tous et en toute simplicité il rejoint WeSave afin de contribuer à la distribution de ces solutions digitales.



Paul Dubourgais
Responsable du pôle
patrimoine



AGRÉGEZ ET ANALYSEZ AVEC WESAVE CONSEIL !

Au-delà de fonctionnalités d'agrégation financière et immobilière, WeSave Conseil propose une analyse approfondie de votre patrimoine. Depuis la vue analytique, accédez au détail des différents aspects de chacun de vos portefeuilles :

- Découvrez la répartition de vos actifs
- Mesurez vos performances
- Déterminez vos risques
- Évaluez vos frais

Contactez un conseiller au **01 80 49 70 00** ou par email à conseiller@wesave.fr

Du lun. au ven. de 9h à 19h - Après 19h sur RDV

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les informations communiquées dans ce document ne sauraient représenter aucune forme de conseil en investissement, ni obligation de souscription ultérieure. L'investissement en unités de compte présente un risque de perte en capital.

WeSave est une marque de ANATEC- 83 - 85 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) 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.