

NUMÉRO 6

— NOVEMBRE 2016

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

wesave.fr
investissons l'avenir

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
05 Points macros et marchés
06 Vues des actifs

09 Nos vues tactiques et stratégiques
10 Pour aller plus loin

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.

Vincent Lequertier - Gérant Senior chez WeSave

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Novembre 2016



Plus d'alignement des planètes ?

Depuis près de 2 ans, la thèse dominante guidant les allocations des investisseurs et des stratégies financiers sur les marchés européens était qu'il y avait un « alignement des planètes » justifiant d'être investi tant sur les obligations que sur les actions.

Cet « alignement des planètes » reposait sur 3 tendances concomitantes :

- Un affaiblissement des prix des matières premières atténuant l'inflation, situation favorable au pouvoir d'achat des ménages et permettant simultanément aux entreprises de comprimer leurs coûts de production.
- Des taux d'intérêts très bas du fait d'une politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE, justifiée tout autant par la langueur économique européenne que par le risque de désinflation, voire de déflation, pesant sur la zone.
- Un Euro s'érodant graduellement face aux grandes devises étrangères, avec pour effet de doper la compétitivité des entreprises européennes, tant à l'international qu'au sein de la zone.

Qu'en est-il désormais ?

Alors que le cycle économique mondial s'essouffait déjà, la décision de la Chine de dévaluer sa devise en août 2015 a provoqué la crainte soudaine qu'une récession économique pourrait être imminente. Les investisseurs ont alors brutalement délaissé les actifs cycliques, et plus particulièrement les matières premières. En réalité, l'économie mondiale a tenu, ce qui explique qu'après les aberrations baissières de février 2016, les prix des matières premières se soient progressivement rétablis. Mais ces excès ont servi de révélateur aux producteurs de matières premières qui, afin de préserver leurs revenus, ont accéléré la restructuration de leur offre, notamment en fermant ou en mettant en sommeil de nombreux sites désormais non rentables, ou bien encore en s'imposant des quotas (cf. OPEP). Parce qu'une forte accélération économique mondiale semble très improbable, la demande de matières premières ne devrait que très peu croître l'an prochain. Dès lors, sauf choc d'offre additionnel, la dynamique de reprise



des prix des matières premières est donc plutôt vouée à s'essouffler. Le facteur « matières premières » devrait donc être désormais moins favorable aux actifs financiers européens, sans toutefois pour autant devenir un handicap.

L'abondance de liquidités, notamment sous l'impulsion de la BCE, a été la seconde motivation clé justifiant de se porter sur les actifs

européens. La mission première de la BCE étant de « piloter » l'inflation au travers de sa politique monétaire, la désinflation provoquée par le recul des prix des matières premières l'incitait à être particulièrement accommodante, d'autant que simultanément la distribution de crédit par les banques laissait encore à désirer. Mais l'actuelle remontée des prix des matières premières, tout comme l'amélioration de l'emploi et de son corollaire les salaires, restaurent graduellement un peu d'inflation et de perspective d'inflation au sein de l'Union Européenne. Néanmoins, l'ambition de la BCE de retrouver une inflation de 2% semble toujours hors de portée pour l'an prochain, notamment du fait des éventuels impacts récessifs du « Brexit ».

Le « Quantitative Easing » actuellement mené par la BCE, qui doit en théorie prendre fin en mars 2017, devrait de ce fait être prorogé. Mais la BCE a déjà aujourd'hui des difficultés à trouver la contrepartie pour les 80Mds€ d'obligations qu'elle cherche à acquérir chaque mois. Dès lors, l'allongement de la durée de son « Quantitative Easing » risquerait d'accentuer encore la pénurie de titres disponibles. Ce programme d'achat étant discrétionnaire, la BCE pourrait ainsi envisager d'en assouplir certaines contraintes (i.e. pourcentage de chaque émission qu'il est possible d'acquérir, répartition par pays,...), voire

“ **Parce qu'une forte accélération économique mondiale semble très improbable, la demande de matières premières ne devrait que très peu croître l'an prochain.** ”

de réduire un peu l'ampleur de ses achats mensuels. C'est cette seconde crainte, dite du « tapering », tout comme l'effet d'entraînement haussier des taux d'intérêts américains, qui provoque actuellement un sursaut de volatilité sur les obligations européennes. Si les dirigeants de la BCE se doivent d'envisager les

modalités d'une graduelle normalisation à terme de leur politique monétaire, sa mise en œuvre semble en tout état de cause bien prématurée au vu de la

situation de nombreux pays périphériques (Grèce, Portugal, ...) et de la perspective du « Brexit ». Encore accommodante l'an prochain, la politique monétaire de la BCE devrait être désormais un filet de sécurité boursier plutôt qu'une véritable impulsion favorable pour les actifs financiers européens.

Ultime « planète », l'hypothèse que les entreprises européennes puissent réaliser des gains de compétitivité significatifs grâce à la faiblesse de l'Euro aura, jusqu'à présent, plutôt été démentie par

“ **La politique monétaire de la BCE devrait être désormais un filet de sécurité boursier plutôt qu'une véritable impulsion favorable pour les actifs financiers européens.** ”

les faits. Ainsi, face au Dollar, les bornes 1.05 et 1.15 délimitent un corridor de fluctuation tenace depuis 2 ans, et cela en dépit des nombreux

aléas politiques qui auraient dû affaiblir l'Euro : « Brexit », absence de gouvernement en Espagne, référendum italien, élections à venir en France et en Allemagne,... De même, le « Brexit » ayant entraîné l'effondrement de -15% de la Livre Sterling contre l'Euro (autour de -20% sur l'ensemble de l'année 2016), les pays de l'Union Européenne ont donc un nouveau concurrent particulièrement compétitif et bénéficiant encore temporairement des « passeports » économiques européens. Seul le Yen s'est fortement apprécié face à l'Euro puisque progressant de près de +15% cette année et +25% sur 2 ans. Les politiques



monétaires respectives des principales banques centrales resteront bien entendu une source majeure d'orientation entre devises, le Dollar étant voué a priori à se renforcer selon ce critère. Toutefois, au-delà des taux d'intérêts, bien d'autres facteurs peuvent influencer significativement les devises : la croissance économique et l'inflation respective entre chaque zone, la dette publique, la balance courante, ou bien encore certains événements géopolitiques. La croissance européenne devrait être pénalisée par le « Brexit », l'inflation pourrait progresser un peu, la dette et la balance courante dépendront comme toujours de la capacité de l'Allemagne à dégager des excédents budgétaires et commerciaux, et les aléas politiques devraient rester nombreux en Europe.

“
Le « Brexit » incite à des initiatives fédératrices au sein de l'Union Européenne.
 ”

Si de prime abord la valorisation des marchés d'actions européens peut paraître attrayante en relatif aujourd'hui, l'alignement des planètes est toutefois moins favorable : les matières premières, l'impulsion monétaire ou encore la compétitivité par la devise seront désormais plutôt « neutres ». Parce

que le « Brexit » incite à des initiatives fédératrices au sein de l'Union Européenne, d'éventuels plans de soutiens budgétaires coordonnés

pourraient en revanche insuffler une dynamique que les investisseurs n'intègrent pas aujourd'hui dans leurs modèles, mais bien des obstacles politiques devront être surmontés afin d'y parvenir.

Total des actifs au Bilan de la BCE (Mds €)



Sources : Bloomberg, WeSave

Macro-économie

- En dépit d'une politique monétaire très accommodante de la Banque du Japon, le Yen s'est apprécié de +15% face au Dollar depuis le début d'année.
- Bien que le Yen fort dégrade la compétitivité relative des entreprises japonaises, la balance commerciale du pays s'améliore.
- Ce paradoxe s'explique en partie par le fait que le Japon importe des matières premières et des biens semi-finis avec un Yen désormais fort, les entreprises japonaises voient donc leurs coûts de fabrication baisser d'autant.
- Mais en réalité, du fait du caractère hautement technologique de nombreux produits japonais et donc moins substituables, les exportations du pays se dégradent à un rythme moins rapide que les importations du pays, d'où une amélioration de la balance commerciale malgré la force du Yen.
- Les comptes courants du Japon sont largement excédentaires ce qui indique que les entreprises japonaises sont modérément sensibles aux variations de taux de change. Les investisseurs étrangers se concentrent donc sur la qualité des entreprises plutôt que sur la santé de l'économie nippone.

Marchés financiers

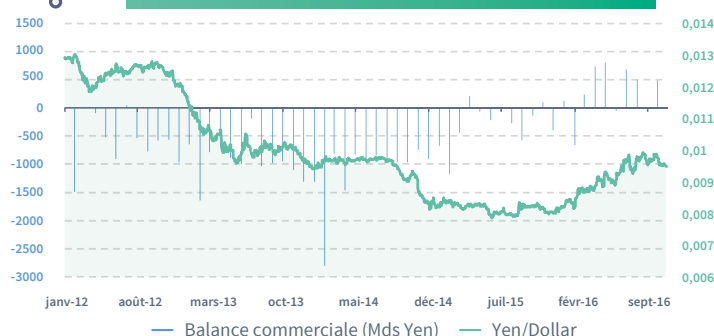
- Depuis 10 ans, la performance des actions américaines de croissance (« growth ») l'emporte très nettement sur les actions décotées (« value ») : +40% pour les sociétés décotées contre un doublement pour les valeurs de croissance.
- Le secteur des valeurs de croissance américain concentre notamment des sociétés technologiques ayant démontré que leur modèle économique est viable, et permettant de générer d'importants bénéfices nets et une forte trésorerie nette.
- Les actions décotées voient le secteur bancaire et les sociétés cycliques surreprésentés. L'actuel faible cycle économique mondial et les nombreux handicaps des bancaires (contraintes réglementaires, rentabilité affectée par les taux d'intérêts bas,...) pénalise en relatif ce segment de la cote.
- Toutefois, en dépit de leurs handicaps récurrents, les actions «value» surperforment les «growth» de 2-3% en 2016 aux Etats-Unis.
- La croissance économique ne donnant pas de signe d'accélération significatif, c'est plutôt un léger essoufflement boursier des sociétés «growth» auquel on assiste cette année.

Conséquence pour les portefeuilles

Tant que le Yen restera fort, les actions japonaises seront pénalisées en relatif par leur moindre compétitivité et devront consolider comptablement des actifs logés à l'étranger perdant de la valeur du fait de l'effet des parités de changes. De plus, la dynamique nationale reste pénalisée par une démographie structurellement défavorable. Tout retournement du Yen justifierait en revanche de s'exposer aux actions japonaises, mais en couvrant alors cette allocation du risque de repli du Yen. La part des actions japonaises dans les portefeuilles devrait augmenter aux dépens de la part des marchés européens.



Balance commerciale, au Japon et parité de changes Yen/Dollar



Sources : Bloomberg, WeSave

Conséquence pour les portefeuilles

La lutte des États contre l'optimisation fiscale pratiquée par certaines sociétés technologiques, mais aussi la «maturité» et donc la moindre réactivité de certaines sociétés de «croissance» incitent à une vigilance plus forte quant à leurs valorisations et à aux éventuels écarts aux croissances attendues. Si les sociétés «décotées» peuvent séduire les épargnants par leurs faibles valorisations relatives, le cycle économique reste défavorable ... ces entreprises demeurent plutôt des opportunités tactiques que stratégiques.



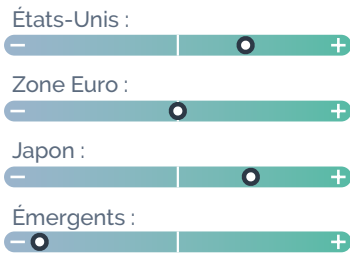
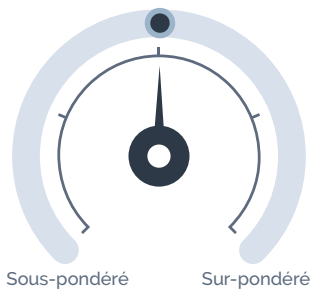
Actions «Growth» et «Value» au sein du S&P500



Sources : Bloomberg, WeSave

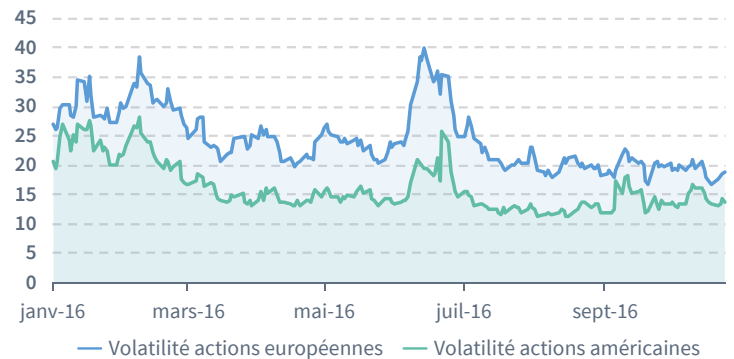


Actions



Les premières publications trimestrielles des entreprises semblent donner raison aux optimistes, bien que les discours quant aux perspectives restent toutefois encore prudents. La probable élection d'H.Clinton rassure les investisseurs : l'activité économique américaine et les relations extérieures du pays devraient être pérennisées, voire éventuellement dopées par un peu plus d'interventionnisme budgétaire. La FED prépare les

Comparaison des volatilités des indices actions européens et américains

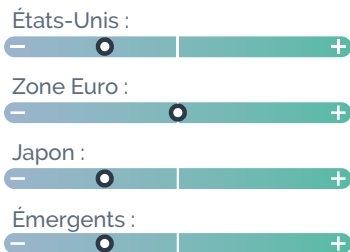
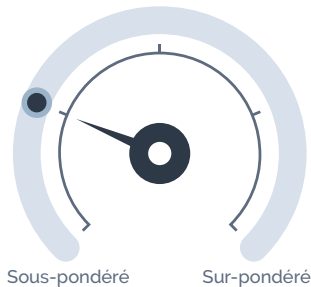


Sources : Bloomberg, WeSave

esprits à sa prochaine hausse de taux, mais la rapide appréciation du Dollar pourrait réveiller l'hostilité de certains votants. Si des soutiens budgétaires plus marqués s'imposaient désormais dans le monde, cela pourrait compenser l'impact négatif sur les actions du début de normalisation des politiques monétaires. Pour des raisons de valorisations, nous demeurons neutres sur les actions.

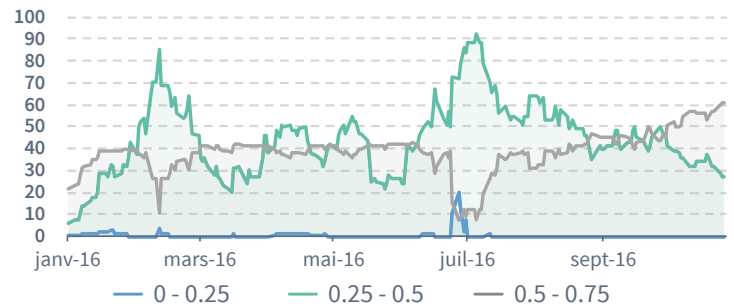


Obligations souveraines



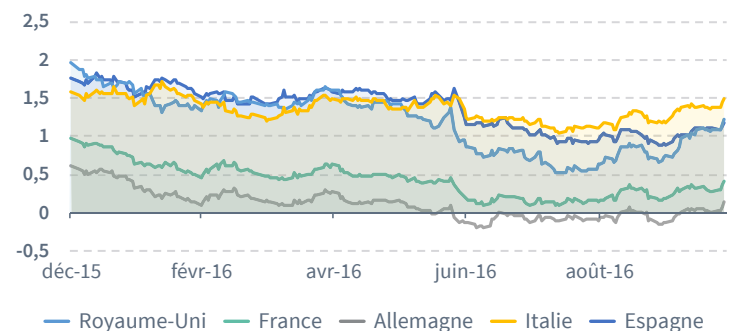
Alors qu'un second relèvement des taux directeurs américains semble désormais mieux intégré, les investisseurs sont en revanche plus fébriles quant à la politique monétaire à venir de la BCE. En effet, son «quantitative easing» doit en théorie s'achever en mars 2017. Mais l'ampleur des incertitudes politiques en Europe l'an prochain (Brexit, élections en France et en Allemagne,...) justifie d'un soutien monétaire prolongé, alors même que la BCE se doit d'examiner les modalités d'une graduelle modération de ses achats mensuels d'obligations. Parce que la croissance et l'inflation mondiale devraient rester modérées, les politiques monétaires demeureront majoritairement accommodantes. Toutefois la normalisation des taux d'intérêts insufflée par la FED pourrait peser encore sur les obligations souveraines, d'où notre sous-pondération persistante sur cette classe d'actifs.

Probabilité de relèvement des taux directeurs US le 14 décembre 2016



Sources : Bloomberg, WeSave

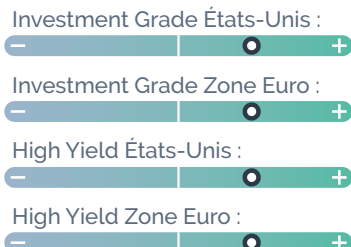
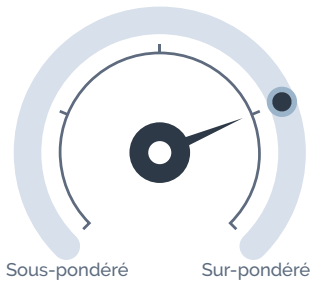
Rendement des obligations souveraines à 10 ans européennes en 2016



Sources : Bloomberg, WeSave

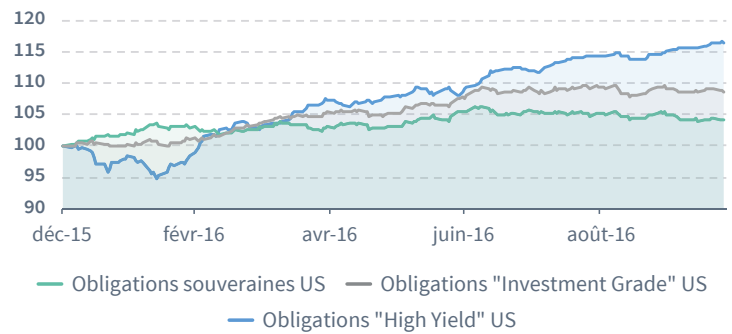


Obligations d'entreprises



L'efficacité des politiques monétaires ultra accommodantes menées par les grandes banques centrales est toujours plus discutée. En effet, l'extrême faiblesse des taux d'intérêts altère la rentabilité des banques, et cela alors même que le secteur est encore fragile. Bien que souhaitables, les efforts de normalisation monétaire engagés par la FED engendrent de la nervosité sur les marchés obligataires, tant souverains que sur celui des entreprises. Parce que

Rendements comparés des obligations US en 2016 (Base 100: 31/12/15)

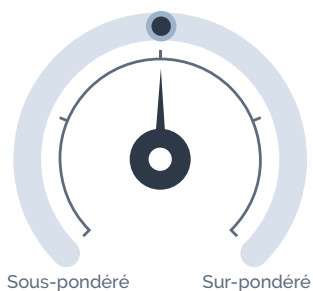


Sources : Bloomberg, WeSave

la solvabilité des entreprises reste bonne, et puisque la croissance économique mondiale semble pouvoir être renouvelée l'an prochain, ceci milite pour la conservation en allocation des obligations d'entreprises. Tant que les défauts de paiements ne dégénèrent pas, les entreprises notées «High Yield» offrent des rendements encore attrayants pour une volatilité bien moindre que les marchés d'actions.



Devises



Alors que l'été avait permis d'apaiser la volatilité entre les principales devises suite au «Brexit», leurs divergences s'accroissent de nouveau. La volonté affichée par T.May d'engager des discussions «fermes» avec l'Union Européenne a provoqué un nouveau reflux de la Livre. La Banque d'Angleterre devra trancher entre son soutien à l'activité et la lutte contre l'inflation à venir. La BCE a pour sa part démenti envisager de modifier les conditions de

Livre Sterling contre Euro

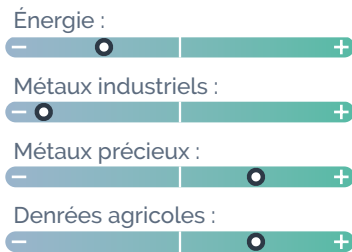
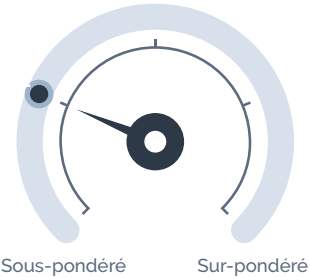


Sources : Bloomberg, WeSave

son «quantitative easing», bien qu'il soit dans ses missions de déjà s'y préparer. La nouvelle politique monétaire du Japon semble enfin affaiblir un peu le Yen et soulager la compétitivité des entreprises du pays. La crainte que D.Trump ne soit élu s'éloignant et la FED semblant confirmer son souhait de durcir sa politique monétaire prochainement, le Dollar devient le bénéficiaire naturel des faiblesses des autres devises.



Matières premières



Alors que les pays de l'OPEP sont parvenus à un pré-accord surprise en septembre afin de limiter leur production, les négociations quant aux «sacrifices» que chaque pays serait finalement amené à consentir sont bien plus âpres. En attendant que cette incertitude soit levée, les prix du pétrole se stabilisent autour de 50\$, mais l'attitude non coopérative des pays non OPEP pourrait toutefois neutraliser les efforts

Indice synthétique des prix des matières premières (CRB)

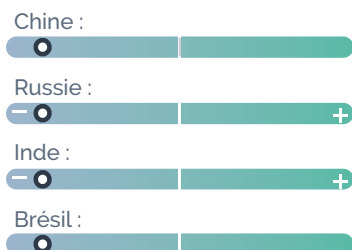
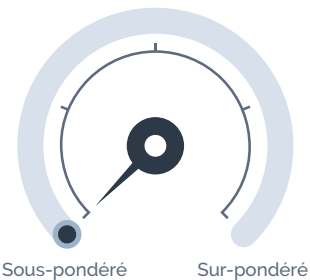


Sources : Bloomberg, WeSave

du cartel. La dynamique étant actuellement favorable au Dollar, et les prix des métaux précieux évoluant souvent à l'inverse du billet vert, l'or continue de faire l'objet de prises de bénéfices suite à son envol après le vote du Brexit. Pour ce qui est des métaux industriels, la Chine semble enfin disposée à réduire sa production, mais via la mise en sommeil plutôt que par la suppression d'unités de production.

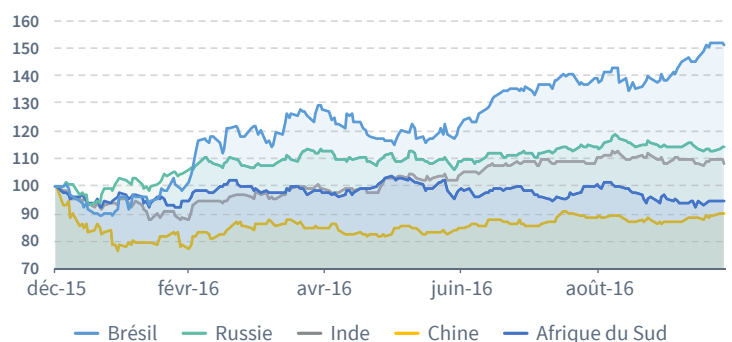


Émergents



Après un très fort regain d'intérêt auprès des investisseurs, les actions des pays émergents se stabilisent depuis le début de l'été. Cette stagnation semble coïncider avec le moindre appétit des investisseurs pour les matières premières, sachant que ce facteur avait fortement nui aux émergents durant les deux années précédentes. En revanche, les obligations souveraines ou les obligations privées de ces zones séduisent encore les investisseurs,

Performance des indices d'actions des principaux pays émergents en devise locale (Base 100: 31/12/15)

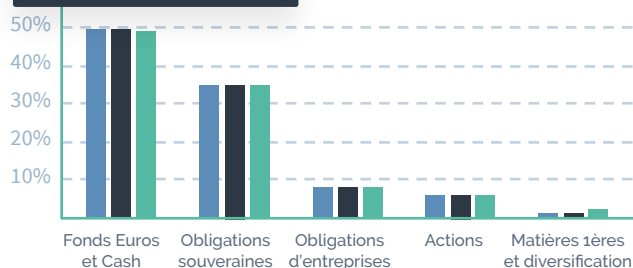


Sources : Bloomberg, WeSave

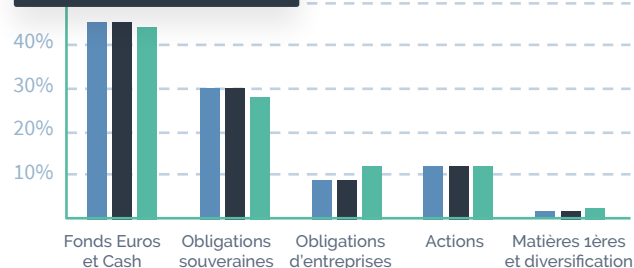
le différentiel de rendement avec les obligations des pays développés restant importants. Si le Dollar devait s'apprécier trop fortement, des doutes pourraient toutefois alors germer quant à la tenue des devises émergentes, incitant alors les investisseurs à privilégier la liquidité des zones développées. Nous préférons conserver notre sous-pondération tactique sur cette classe d'actifs.

Comparatifs d'allocations entre Sept. 2016, Oct. 2016 et la stratégie long terme. ■ Nov. 2016 ■ Oct. 2016 ■ Allocation long-terme

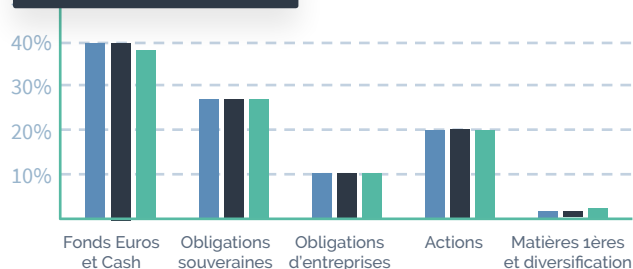
Profil 1 - Prudent



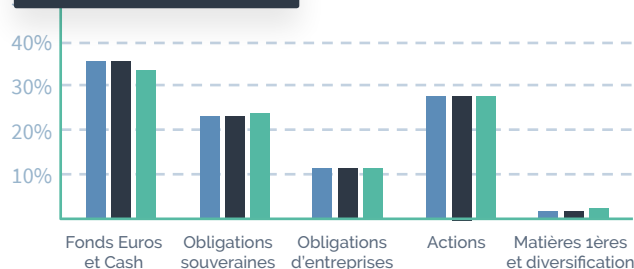
Profil 2 - Prudent



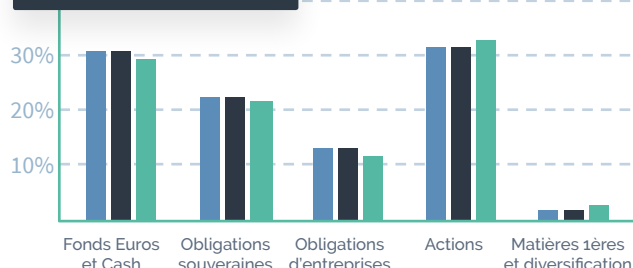
Profil 3 - Défensif



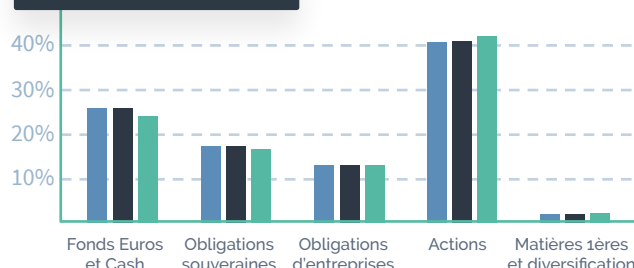
Profil 4 - Défensif



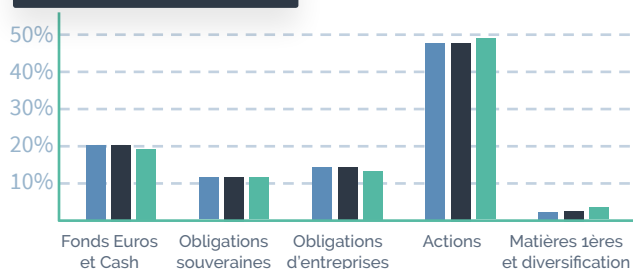
Profil 5 - Équilibré



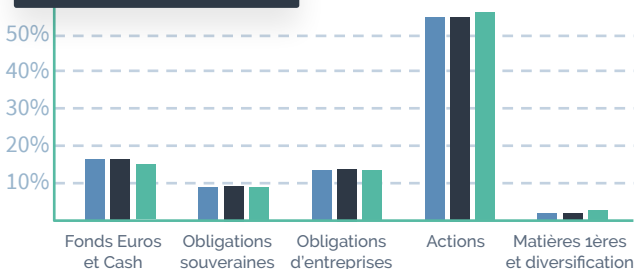
Profil 6 - Équilibré



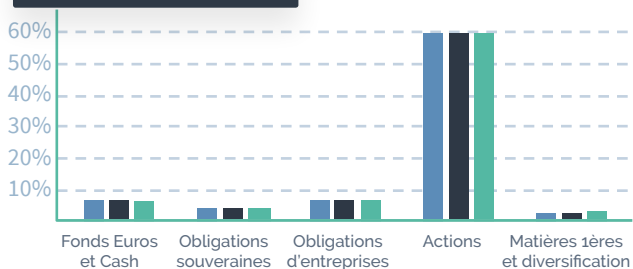
Profil 7 - Offensif



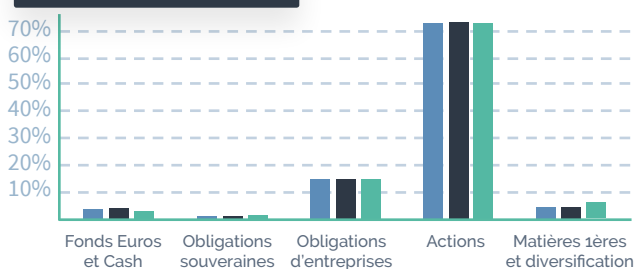
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif





Quelle attitude adopter face à des taux d'intérêts qui remontent...

Au cours des dernières années, les politiques monétaires menées par les différentes Banques centrales ont mené à des niveaux de taux extrêmement faibles, voire négatifs pour certains pays. La baisse des taux est un outil classique de politique monétaire pour relancer l'économie. En effet, en baissant les taux, le coût du crédit diminue ce qui incite les entreprises, les ménages et les Etats à emprunter pour investir et donc relancer l'économie. L'exemple le plus simple et qui vous concerne peut-être est la renégociation de prêts immobiliers. Avec des taux très bas, il devient intéressant de renégocier son prêt pour diminuer les mensualités ou la durée d'emprunt.

Mais cette politique présente une facture lourde qui va bouleverser les habitudes des épargnants. Aujourd'hui, les seuls qui profitent de ces taux faibles sont les personnes qui ont déjà investi (renégociation ou emprunt peu cher). Les personnes qui sont toujours dans la phase d'accumulation d'épargne (trop jeunes pour avoir acquis une épargne suffisante permettant d'acquérir un bien immobilier, ou qui sont dans une situation précaire) se trouvent pénalisées à deux titres par cette situation.

Leurs comptes d'épargne ne rapportent plus suffisamment pour faire fructifier leur épargne et donc financer leurs projets. Avec un taux du livret A « généreusement » boosté par

l'Etat à 0,75%, il faut 93 années pour doubler son capital alors que les épargnants plus chanceux qui accumulaient au début des années 1990 grâce au même Livret n'avaient besoin que de 16 années.

De plus, les produits financiers qui sont traditionnellement les moins risqués (i.e. obligations d'Etat ou d'entreprise) et qui sont utilisés dans les profils les plus défensifs vont de

Les produits financiers qui sont traditionnellement les moins risqués (i.e. obligations d'Etat ou d'entreprise) et qui sont utilisés dans les profils les plus défensifs vont de moins en moins jouer leur rôle.

moins en moins jouer leur rôle. En effet, la suite logique à des niveaux de taux extrêmement faibles est qu'une hausse des taux survienne. Et paradoxalement, c'est cette hausse des taux qui va pénaliser les nouveaux épargnants. Alors que la hausse des taux va être bénéfique aux futurs épargnants, ceux qui ont déjà une épargne en cours vont voir leur capital

s'éroder. Pour comprendre cela, il faut comprendre que la valeur/le prix d'une obligation varie dans le sens inverse de l'évolution des taux d'intérêts. Par exemple,

si les taux baissent de 5% à 1%, la valeur de l'obligation augmente - tout le monde veut acheter l'obligation avec un taux de 5% ce qui en fait augmenter sa valeur. Inversement, une hausse des taux va faire baisser la valeur des obligations déjà détenues. Ainsi, les personnes qui détiennent des obligations pour se protéger vont voir la valeur de leur portefeuille diminuer et cet effet n'est absolument pas ancré dans les esprits des épargnants.

Pour faire face aux remontées de taux en étant le moins impacté, il y a deux alternatives : garder ses obligations jusqu'à leur échéance (une obligation non revendue n'offre

pas de perte en capital) ou choisir de meilleurs outils de protection.

Dans la gamme des ETF obligataires, il y a une alternative intéressante qui permet de limiter les pertes

à court terme. Il s'agit des ETF à duration ultra-courte (voire négative). Derrière ce jargon financier, se cache un concept assez simple à appréhender.

Comme nous l'avons vu, une hausse de taux fait baisser la valeur des obligations mais cette baisse n'est pas de un pour un. Si les taux augmentent d'un pourcent, la valeur de l'obligation ne va pas baisser d'un pourcent. La duration va



mesurer exactement la sensibilité du prix de l'obligation aux variations de taux d'intérêts. La duration (la sensibilité) de l'obligation va dépendre en partie de la durée de l'obligation (on parle aussi de la maturité de l'obligation). Plus la maturité est longue, plus le prix de

l'obligation va baisser en cas de hausse des taux. Donc en sélectionnant des obligations qui doivent être remboursées très rapidement (entre 0

et 1 an), la duration du portefeuille sera abaissée. Une fois la duration abaissée, les variations de taux n'auront plus qu'un impact réduit sur les portefeuilles obligataires. La seule limite de ces ETF à duration ultra courte est qu'ils ne bénéficient pas non plus des baisses des taux et donc des hausses de valeur des obligations. L'art de se protéger au

bon moment se verra donc plus sur les performances.

En ajoutant à notre univers d'ETF éligibles, un ETF à duration ultra-courte (iShares euro gouvernement bond 0-1 Yr) nous souhaitons ainsi garantir aux investisseurs dans les profils

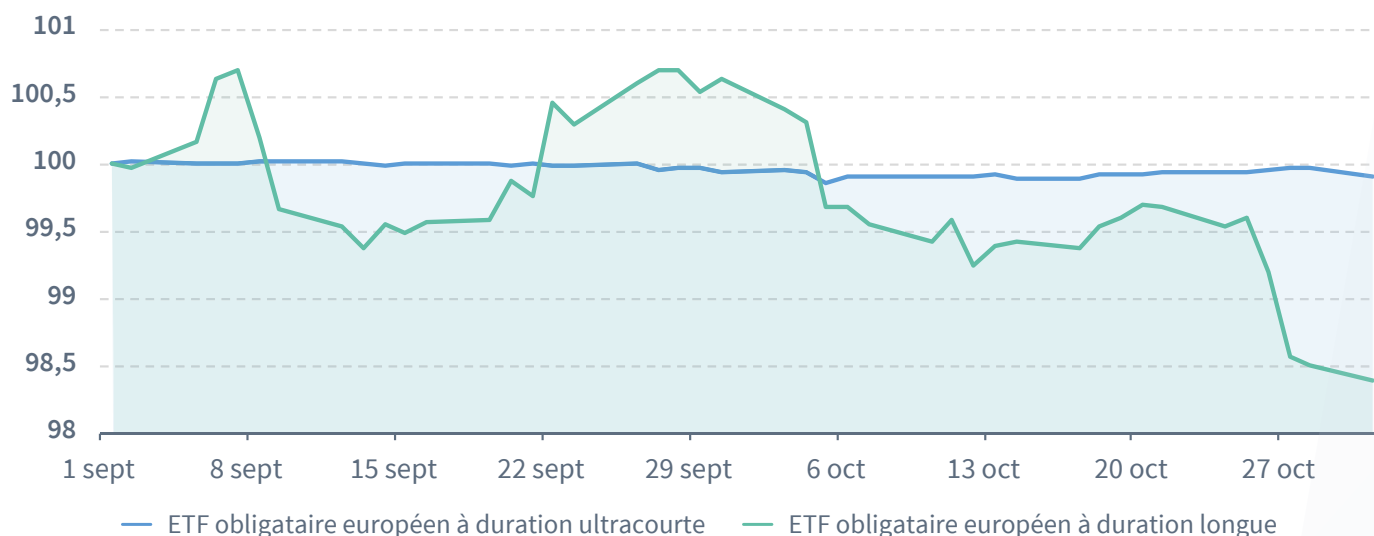
les plus défensifs une protection supplémentaire dans cet environnement de remontée des taux.

Ce nouveau contexte obligataire va modifier

fortement l'attitude des épargnants qui sont convaincus que leur épargne est protégée avec des obligations. Paradoxalement, en phase de remontée de taux, une alternative peut aussi résider du côté des profils exposés à des actifs réputés plus risqués...

Paradoxalement, en phase de remontée de taux, une alternative peut aussi résider du côté des profils exposés à des actifs réputés plus risqués...

Comparaison de 2 ETFs obligataires selon leurs durations



Sources : Bloomberg, WeSave

wesave.fr
investissons l'avenir

Contactez un conseiller au 01 80 49 70 00
Du lun. au ven. de 9h à 19h - Après 19h et le samedi sur RDV

Ou par email à conseiller@wesave.fr

Achevé de rédiger le 31 octobre 2016 - © 2016 WeSave. Tous droits réservés. Conseiller en Investissement Financier, régulé par l'AMF

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, SAS au capital de 61 795 €, dont le siège social est situé 8 rue du sentier 75002 PARIS, 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), 61 rue Taitbout 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.