

NUMÉRO 7

— DÉCEMBRE 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

Décembre 2016



Pour les investisseurs obligataires, Donald (Trump) c'est plutôt Picsou !

Les obligations profitent à leurs détenteurs depuis de nombreuses décennies, les épargnants leur accordent une confiance très forte et privilégient souvent cette classe d'actifs dans leurs allocations. Toutefois, depuis 2 à 3 mois la contribution des obligations à la performance des portefeuilles est négative. Que se passe-t-il ? Ce phénomène peut-il continuer ? Si c'est le cas, comment réagir ?

America First ! (L'Amérique d'abord !)

Depuis plusieurs mois déjà, les indicateurs économiques internationaux laissaient espérer pour 2017 une croissance économique mondiale plus harmonieuse et un peu plus d'inflation par les matières premières et par les salaires. Les investisseurs étaient donc convaincus que les banques centrales seraient désormais moins accommodantes quant à leurs politiques monétaires, ce qui justifiait un ajustement à la baisse des prix des obligations.

L'élection surprise du Républicain D.Trump s'est accompagnée d'un second événement déterminant : la majorité conservée par les Républicains au Sénat et à la Chambre des Représentants. Dès lors, sauf défections éventuelles, la nouvelle administration, à la différence de son prédécesseur, aura une grande liberté pour appliquer sa politique économique. Si aujourd'hui les prix des obligations décrochent, c'est que les investisseurs anticipent une accélération de la croissance économique et de l'inflation aux Etats-Unis.

En effet, D.Trump souhaite mettre en oeuvre une politique budgétaire agressive pour doper la croissance économique nationale. Il envisage de réduire les impôts sur les ménages et sur les entreprises, tout en engageant des dépenses dans les infrastructures. C'est pourquoi le déficit budgétaire américain pourrait fortement dérapier et le rapport dette fédérale/PIB passer de 77% actuellement à 105% en 2026 (Source : Committee for a Responsible Federal



Budget). Afin de financer ces déficits croissants et attirer les capitaux internationaux, l'Etat américain serait contraint d'émettre bien plus d'obligations et d'offrir des taux d'intérêts plus attractifs qu'aujourd'hui, ce qui nuirait à la valorisation boursière du stock d'obligations déjà en circulation.

Par ailleurs, lutter contre l'immigration clandestine et revaloriser le salaire minimum aux Etats-Unis

auraient pour effet de stimuler encore plus l'inflation par les salaires. De même, fermer partiellement ses frontières aux produits étrangers bénéficiant d'une structure de coûts faibles, afin de favoriser la relocalisation de ces productions aux Etats-Unis,

la banque centrale américaine (FED) n'aurait d'autre choix que de relever ses taux d'intérêt directeurs plus fortement et surtout bien plus vite qu'envisagé auparavant

impliquerait d'accepter plus d'inflation sur le territoire américain. Face à ce nouveau contexte, et sous réserve que le Dollar ne s'apprécie pas exagérément, la banque centrale américaine (FED) n'aurait d'autre choix que de relever ses taux d'intérêt directeurs plus fortement et surtout bien plus vite qu'envisagé auparavant.

Toutefois, il est difficile d'évaluer précisément dès aujourd'hui la part du programme économique

de D.Trump qui sera réellement appliquée. C'est donc avant tout par précaution que les investisseurs allègent actuellement leurs investissements obligataires qui, il est vrai, offraient des rendements historiquement faibles.

Rendement obligations souveraines US à 10 ans



Sources : Bloomberg, WeSave

It's not the end of the world ! (Ce n'est pas la fin du monde !)

Parce que les emprunteurs internationaux sont en concurrence les uns vis-à-vis des autres, une hausse significative des taux d'intérêt aux Etats-Unis incite les divers émetteurs obligataires à s'aligner afin de lever les capitaux dont ils ont besoin. La hausse des taux

n'est donc pas cantonnée aux Etats-Unis mais est bien un phénomène mondial.

Toutefois, tant que certaines banques centrales demeureront des acheteurs structurels majeurs d'obligations, telle par exemple la Banque Centrale Européenne (BCE) dans le cadre de son « quantitative easing », cette politique devrait atténuer et abrégé



le stress pesant actuellement sur ces obligations. Par ailleurs, le cycle économique américain est bien plus avancé qu'en Europe, et les niveaux d'inflation différent entre les deux zones. Enfin, les nombreux aléas politiques pesant sur l'Europe (référendum italien, Brexit, élections en France et en Allemagne,...) militent pour une grande prudence de la BCE. C'est pourquoi la « normalisation » des politiques monétaires transatlantiques ne sera pas synchronisée.

D.Trump souhaite enclencher des soutiens budgétaires massifs aux Etats-Unis, mais cette

politique n'est ni consensuelle, ni généralisable en Europe. Ainsi, seuls l'Allemagne et les Pays-Bas

pourraient en principe assumer une telle politique, mais ces deux pays y sont réticents. Tant que les Etats européens ne

s'entendent pas pour engager une véritable relance budgétaire coordonnée, la BCE devrait maintenir des taux d'intérêts très bas afin de soutenir le crédit aux entreprises et aux ménages, et pour atténuer le coût de la dette des Etats. Tout au plus, l'ampleur des achats actuellement effectués (80Mds € d'obligations tous les mois) pourrait être graduellement réduite dès 2017.

“ la « normalisation » des politiques monétaires transatlantiques ne sera pas synchronisée ”

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



Sources : Bloomberg, WeSave

L'investissement de D.Trump n'ayant lieu que le 20 janvier 2017, le flou sur son programme économique réel restera important jusqu'à cette date, voire au-delà. C'est pourquoi les investisseurs seront tentés de poursuivre les rééquilibrages actuellement menés au sein de leurs portefeuilles. Les obligations pourraient ainsi continuer de pâtir temporairement de retraits de capitaux au profit des actions. Afin de maîtriser la volatilité des obligations, il est donc préférable de privilégier celles ayant des échéances courtes ou bien de rester investi sur celles qui sont indexées sur

l'inflation.

Les obligations devront désormais faire l'objet d'une gestion beaucoup plus tactique qu'auparavant, et ne pourront plus être simplement une allocation stratégique « dormante ». Parce que la remontée des taux pourrait durer, il est préférable de rechercher désormais plutôt la performance au travers des actions tout en conservant une exposition forte sur le fond en Euros, ceci afin de maîtriser la volatilité de son portefeuille.

Macro-économie

- Le taux d'utilisation des capacités est un indicateur traduisant le rapport entre les outils de production réellement activés par les entreprises et les capacités potentiellement disponibles.
- Ce ratio permet de renseigner quant aux éventuels stress pesant sur les outils de production, c'est donc un indicateur avancé des éventuels besoins d'investissements des entreprises.

Conséquence pour les portefeuilles

Alors même que les taux d'intérêts étaient historiquement bas, les entreprises américaines ont préféré consacrer l'essentiel de leur trésorerie disponible au versement de dividendes ou bien à des rachats d'actions plutôt que de soutenir l'investissement réel. Aujourd'hui, ce dont l'économie américaine a besoin, c'est avant tout d'une stimulation de la demande pour les biens et services, ce qui permettrait d'améliorer le taux d'utilisation et de redresser finalement l'investissement.

- Aux Etats-Unis, l'investissement est l'un des facteurs dont la dynamique déçoit depuis plusieurs années, et le taux d'utilisation intrigue par sa faiblesse persistante alors même que le cycle économique a repris depuis 2009.

- Si D.Trump veut inciter les entreprises américaines à rapatrier leurs capitaux aux Etats-Unis et stimuler la production nationale par du protectionnisme, le bas niveau actuel du taux d'utilisation des capacités laisse entendre que cette politique ne pourra pas être un succès rapidement.



Taux d'utilisation des capacités aux Etats-Unis



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- Les taux d'intérêts souverains italiens à 10 ans ont doublé depuis la mi-août : 1.04% le 12 août contre 2.1% actuellement.
- Parce que l'Italie est parmi les pays européens les plus endettés avec un ratio de dette/PIB de 133%, le brutal renchérissement du coût de cette dette inquiète, d'autant que plusieurs établissements bancaires italiens ont un besoin pressant de recapitalisations importantes.

Conséquence pour les portefeuilles

Les investisseurs ont pris leurs précautions avant le référendum italien en allégeant les obligations détenues sur ce pays, mais aussi celles des pays dits «périphériques». Si la remontée des taux italiens a été très brutale, elle reste toutefois modérée au regard des niveaux des dernières années. En dernier recours, la BCE cherchant à assurer la stabilité du système financier européen, cette dernière interviendrait certainement en cas de volatilité excessive sur les actifs européens.



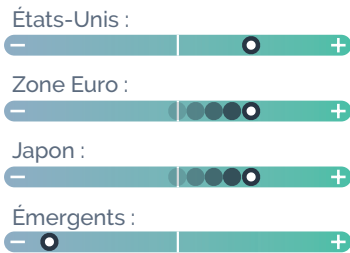
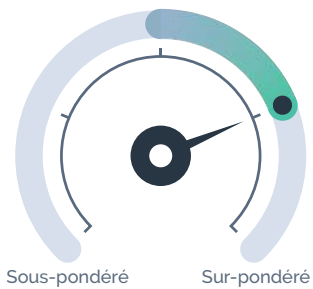
Rendement des taux souverains à 10 ans italiens



Sources : Bloomberg, WeSave

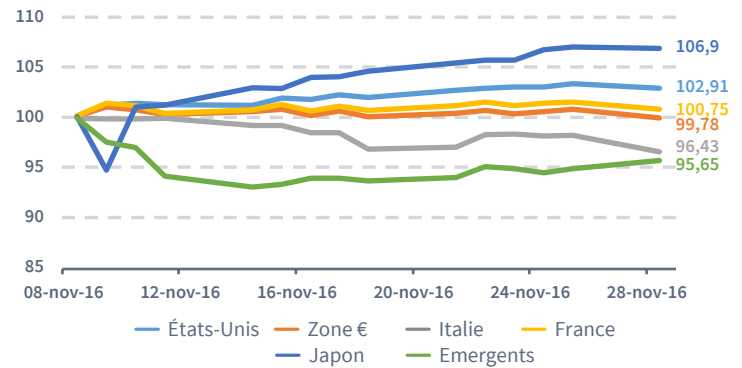


Actions



Bien qu'il soit difficile d'anticiper avec précision aujourd'hui la part du programme économique qui sera réellement mise en œuvre par l'administration Trump, cette dernière bénéficiera du soutien du Congrès américain. C'est pourquoi les baisses d'impôts sur les ménages et sur les entreprises, ainsi que les importantes dépenses dans les infrastructures pourraient bel et bien être engagées. Ceci devrait soutenir les dépenses des ménages et les bénéfices des entreprises, notamment sur le territoire américain.

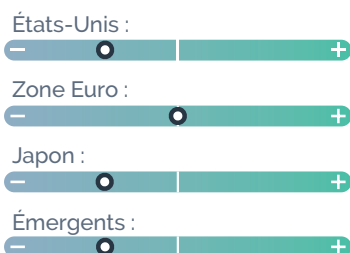
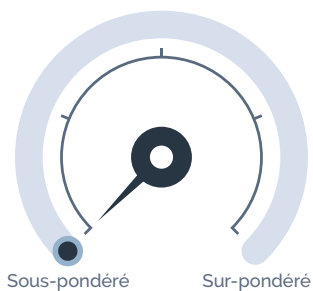
Performance des indices actions internationaux depuis l'élection de D.Trump (en devise locale)



De plus les programmes de rachats d'actions pourraient s'intensifier si les entreprises américaines rapatriaient leurs capitaux actuellement logés à l'étranger. De ce fait, les marchés d'actions ont retrouvé une dynamique haussière depuis cette élection surprise. Toutefois les velléités d'isolationnisme américain pourraient pénaliser le commerce international et plus particulièrement les pays émergents, d'où le décrochage en relatif de cette thématique.

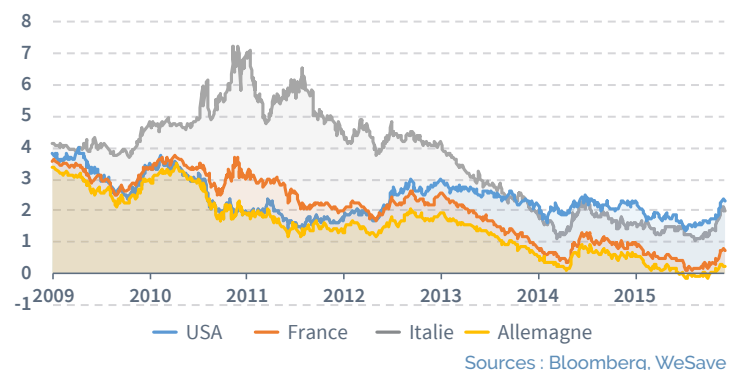


Obligations souveraines



Les Etats-Unis devraient bénéficier de soutiens budgétaires et fiscaux importants durant les prochaines années. Ceci devrait doper la croissance et l'inflation du pays, et la FED devrait être contrainte d'accélérer et d'intensifier son durcissement monétaire, d'où le brutal décrochage des obligations. Les émetteurs internationaux étant en concurrence entre eux, les anticipations de hausse des taux américains se sont propagées aux autres obligations souveraines internationales. Toutefois de

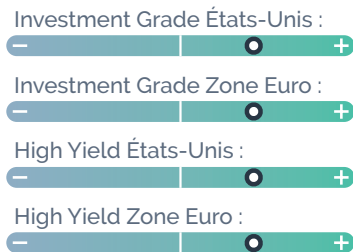
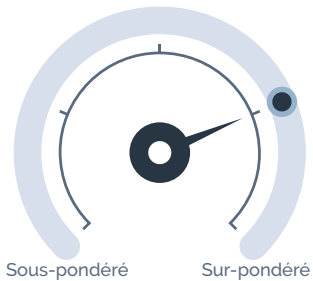
Rendement des taux d'intérêts souverains à 10 ans



nombreux pays ou zones ne pourront bénéficier d'une forte accélération de leur croissance ou d'une reprise significative d'inflation. De plus, la rupture budgétaire à venir aux Etats-Unis ne peut pas être généralisée. Passée la phase initiale de restructurations des portefeuilles, les obligations souveraines bénéficiant de programmes d'achats systématiques (cf. « quantitative easing » de la BCE) devraient retrouver un certain attrait pour les investisseurs en quête de rendement.

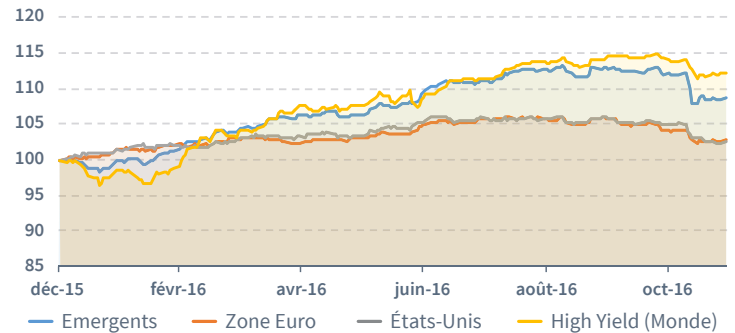


Obligations d'entreprises



La nouvelle administration américaine devrait privilégier les entreprises nationales au travers d'une consommation soutenue par la moindre fiscalité sur les ménages, par des dépenses de l'Etat américain relancées dans les infrastructures, et par une moindre imposition des bénéfices. Ceci devrait atténuer la probabilité de défauts de paiement aux États-Unis et pourrait stimuler les émissions obligataires effectuées par ces entreprises.

Performance des obligations d'entreprises en 2016

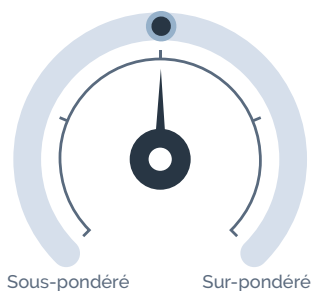


Sources : Bloomberg, WeSave

En revanche la tentation protectionniste américaine pourrait pénaliser certains groupes étrangers fortement exposés aux USA. De plus, de nombreuses entreprises internationales avaient contracté des dettes libellées en Dollar et la forte réappréciation du billet vert détériore leur solvabilité. Il convient donc d'être sélectif quant aux dettes d'entreprises retenues en portefeuilles, notamment pour les entreprises situées dans les zones émergentes.



Devises



L'élection présidentielle américaine a conduit les investisseurs à se repositionner brutalement sur le Dollar au détriment des principales devises. En effet, son programme économique devrait à la fois accélérer la croissance et l'inflation américaine. Les attermoissements de la FED n'ayant alors plus de raison d'être, les investisseurs anticipent un durcissement plus fort et accéléré de la politique monétaire américaine. En parallèle, une éventuelle montée du protectionnisme américain, pourrait impliquer de possibles

Dollar face au panier des principales devises

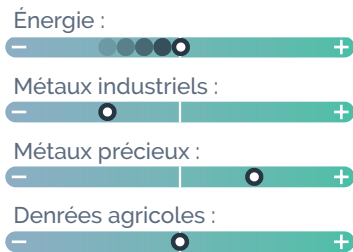
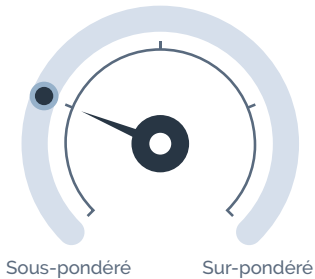


Sources : Bloomberg, WeSave

rétorsions et des replis sur soi. C'est pourquoi il est impossible aujourd'hui d'identifier par avance les gagnants ou perdants de cette politique. La volatilité des devises internationales devrait rester forte, voire s'intensifier. Ceci aura pour conséquence d'entretenir la volatilité sur les autres classes d'actifs, d'autant que de nombreuses échéances politiques internationales majeures approchent (cf. référendum italien, Brexit, élections en France puis en Allemagne,...).

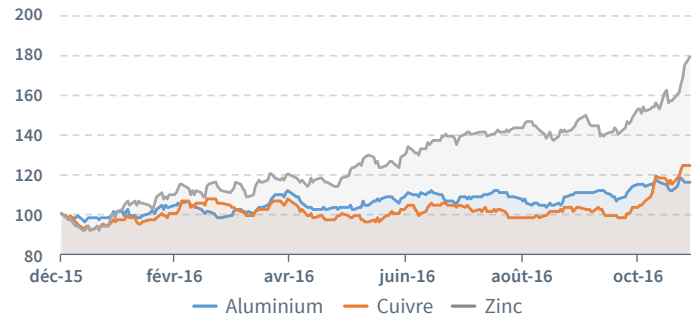


Matières premières



La hausse du Dollar étant généralement un handicap pour les matières premières, certaines d'entre elles (l'or notamment) sont pénalisées par l'actuel renforcement du billet vert. En revanche la perspective de voir le secteur des infrastructures américain faire l'objet de soutiens spécifiques a dopé les prix de plusieurs métaux industriels. Pour ce qui est du pétrole, son prix est très versatile, mais l'OPEP a finalement trouvé un accord d'autolimitation de sa production qu'il conviendra désormais de mettre réellement en œuvre. Si

Performance des principaux métaux industriels en 2016

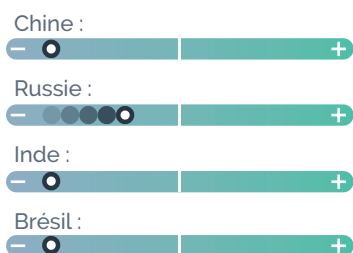
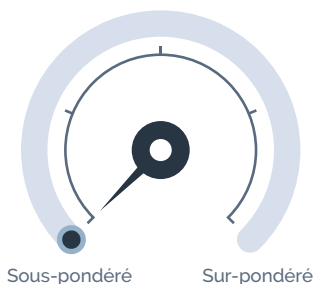


Sources : Bloomberg, WeSave

la nouvelle administration américaine devait assouplir les contraintes environnementales pesant sur les producteurs américains, ceci abaisserait leurs coûts de production et les encouragerait à produire plus, ce qui pourrait peser en fin de compte structurellement sur les prix du pétrole et, par effet domino, sur les prix de nombreuses matières premières. La volatilité devrait alors rester forte sur cette classe d'actifs, d'où notre prudence tactique persistante.

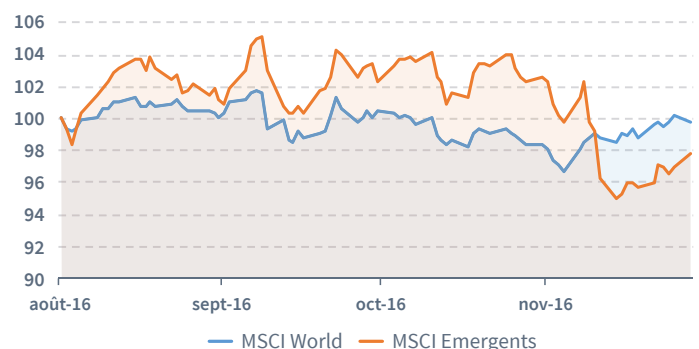


Émergents



Alors que la thématique des émergents fédérait de nombreux investisseurs, ces derniers ont brutalement retiré leurs capitaux de ces zones en novembre. En effet, l'élection de D.Trump soulève de nombreuses interrogations quant à l'éventuel isolationnisme américain et le risque de voir cette stratégie se généraliser, ce qui aurait pour conséquence d'asphyxier les échanges internationaux. Parce que les pays émergents sont particulièrement dépendants de leurs recettes à l'exportation, une telle perspective ne peut

Performances des actions (Base 100 = 01/08/16)

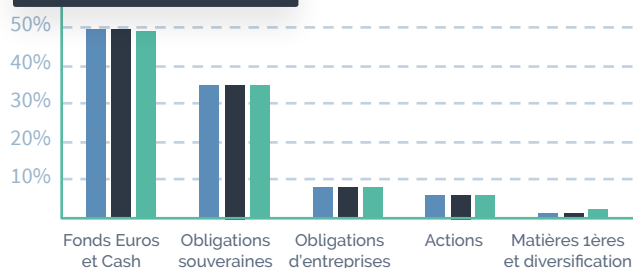
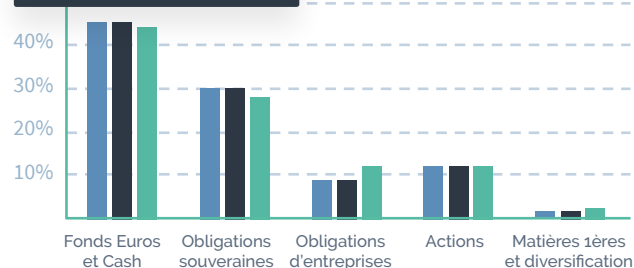
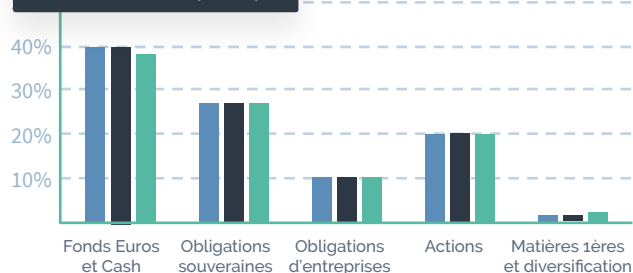
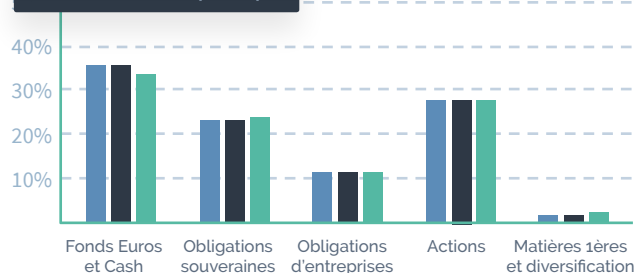
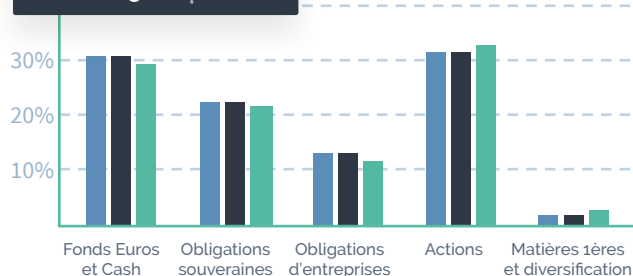
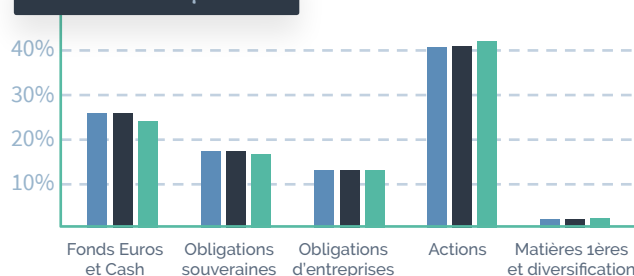
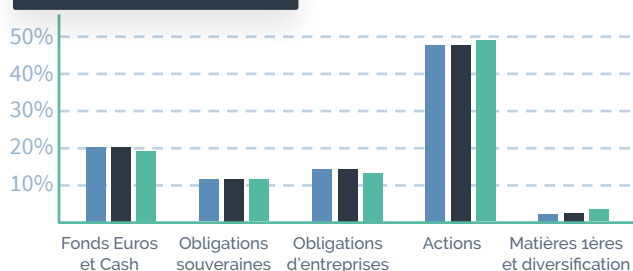
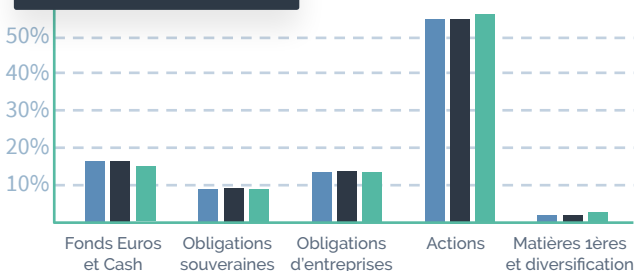
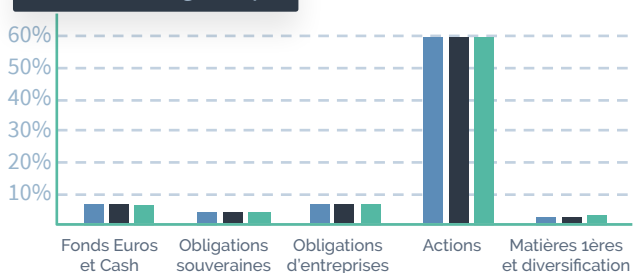
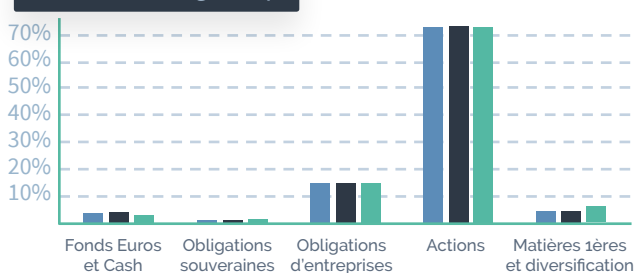


Sources : Bloomberg, WeSave

qu'inciter les investisseurs à la prudence. De plus, le regain de volatilité des devises émergentes perturbe la visibilité quant aux investissements engagés dans ces pays. Enfin, l'endettement en Dollar de nombreuses entreprises des pays émergents inquiète leurs créanciers car la violente appréciation du Dollar renchérit le coût de remboursement de ces dettes. Nous maintenons notre sous-pondération sur cette classe d'actifs.

Comparatifs d'allocations entre Nov. 2016, Déc. 2016 et la stratégie long terme.

■ Déc. 2016 ■ Nov. 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**



Profil défensif et remontée de taux, que faire ?

Depuis le début de l'automne les taux d'intérêt des obligations souveraines ou d'entreprises ne cessent d'augmenter. La conséquence pour les personnes qui ne souhaitent pas prendre de risque et qui sont donc largement exposées à des obligations est une performance négative.

Better watch out. (Mieux vaut être prudent)

Etant donné leur niveau extrêmement faible, les taux d'intérêt ne peuvent, à moyen terme, que remonter. Il convient donc pour les personnes investies dans des profils défensifs de bien réfléchir à leur allocation ou de changer de profil de risque pour diminuer la part d'obligations dans leur portefeuille. Ici même, nous vous expliquons le mois dernier la solution que nous allions mettre en place pour protéger vos portefeuilles.



deux portefeuilles avec deux structures différentes peuvent exposer l'investisseur au même niveau de risque.



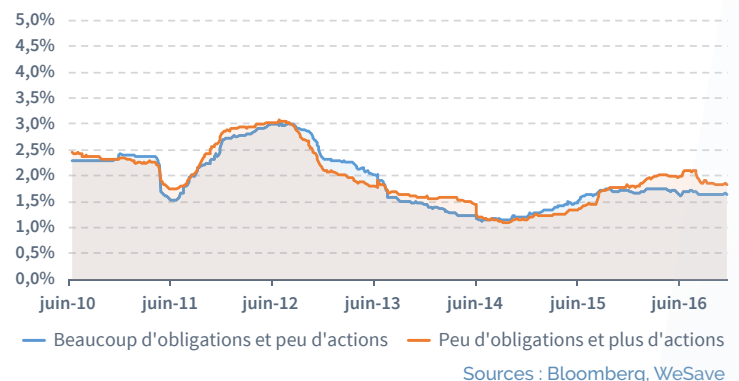
Better not cry. (Mieux vaut ne pas pleurer)

La solution que nous avons mise en place repose sur deux piliers : le niveau de risque et la rentabilité. La première étape consiste à réduire le poids des obligations et la durée du portefeuille. En réalisant cette opération, le niveau de risque (la volatilité) du portefeuille diminue drastiquement. Cette baisse de la volatilité du portefeuille laisse donc de la marge pour introduire une plus grande place à des actifs plus risqués sans modifier le risque total que l'investisseur veut prendre pour réaliser son projet financier.

Comme le montre le premier graphique, deux

portefeuilles avec deux structures différentes peuvent exposer l'investisseur au même niveau de risque. Dans notre exemple, nous comparons le niveau de risque sur 1 an glissant de deux portefeuilles. Le premier portefeuille est composé de 6,5% d'actions et de 42% d'obligations avec une durée moyenne élevée. Le deuxième portefeuille est composé de 13% d'actions et de 30% d'obligations. Malgré ces différences, ces deux portefeuilles ont les mêmes niveaux de risque.

Volatilité



Better not pout, I'm telling you why: (Mieux vaut ne pas faire la moue, je vais te dire pourquoi)

En baissant la durée des obligations et en baissant la part de la poche obligation, le rendement du portefeuille ne va pas baisser. En effet, en augmentant la part des actions, le portefeuille va profiter de la performance des actions pendant les phases de remontées de taux.

Nous avons étudié le comportement de ces deux portefeuilles sur toutes les phases de remontée de taux significatives depuis 2005. A titre d'exemple, le graphique numéro 2, montre le comportement des deux portefeuilles sur une période qui correspond à une remontée des taux long français de 59 points de base entre le 31 août 2016 et le 25 novembre 2016. Le résultat est généralisable à d'autres périodes : lorsque les taux augmentent le portefeuille qui a le



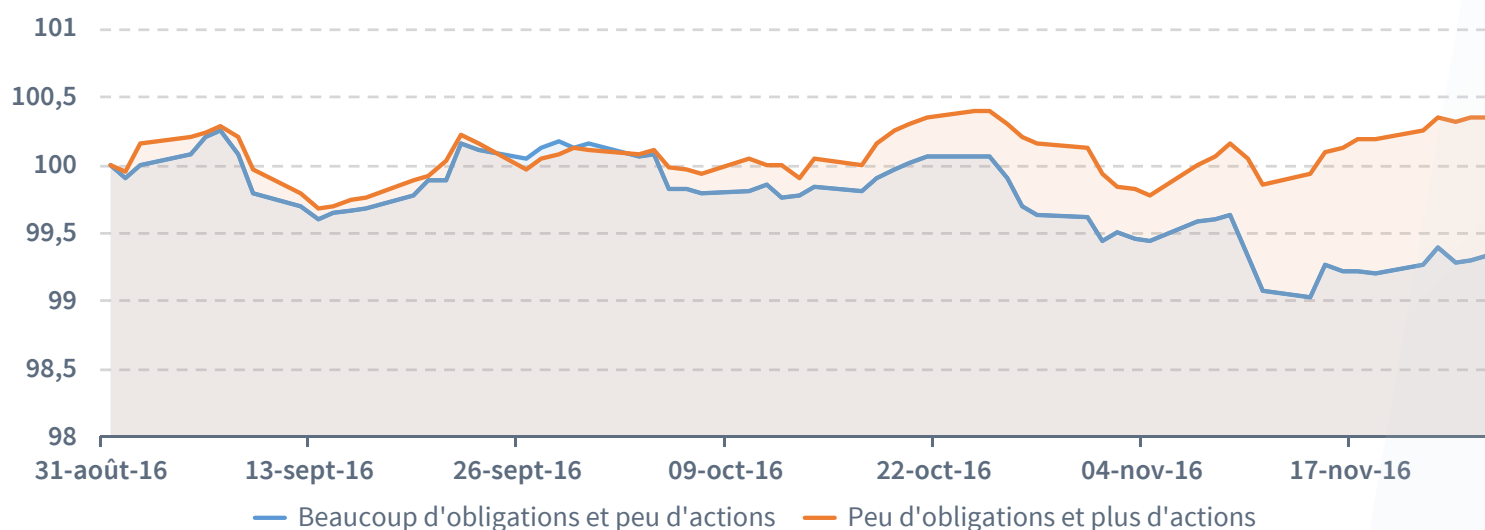
plus d'actions délivre une meilleure performance pour un même niveau de risque. A l'inverse, lorsque les taux diminuent le portefeuille qui est composé de plus d'obligations est meilleur que celui qui a plus d'actions (grâce à une plus grande duration).

que nous avons mise en place devrait protéger les profils défensifs tout en leur permettant de réaliser leurs projets financiers ... ou d'acheter leurs cadeaux de Noël !

Santa Claus is coming to town! (Le Père Noël arrive en ville!)

Dans cet univers de remontée de taux d'intérêt (voir l'éclairage du gérant), nous pensons que l'allocation

Ecart de performance entre deux portefeuilles plus ou moins exposés aux actions et aux obligations



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 30 novembre 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.