



NUMÉRO 4

— SEPTEMBRE 2016

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

wesave.fr
investissons l'avenir

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant

04 Points macros et marchés

05 Vues des actifs

08 Nos vues tactiques et stratégies

09 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

Septembre 2016



Olympiades boursières

«Citius, Altius, Fortius»

«Citius, Altius, Fortius». Cette devise qui signifie «plus vite, plus haut, plus fort» est intimement liée aux jeux olympiques modernes. Toutefois, actuellement, la plupart des classes d'actifs boursières pourraient tout aussi bien revendiquer ce slogan. Ainsi, Wall Street enchaîne les records historiques, les marchés obligataires ne se sont jamais aussi bien portés, et les matières premières et pays émergents accaparent les podiums cette année. Et pourtant, la croissance économique mondiale reste languissante, les marges bénéficiaires de nombreuses entreprises se dégradent et les tensions géopolitiques s'enchaînent à un rythme soutenu. Comment justifier alors des valorisations qui ne cessent de stupéfier les observateurs les plus assidus de ces marchés financiers ?

Tous dopés !

Ces records successifs s'expliquent en réalité par l'extraordinaire «oxygénation» monétaire qu'insufflent depuis plusieurs années déjà la plupart des banques centrales. En effet, par leurs «injections» de liquidités, elles altèrent le métabolisme naturel des marchés. Le monétaire, puis l'obligataire souverain, et même désormais les obligations d'entreprises font ainsi l'objet de stimuli artificiels qui compriment systématiquement leurs rendements. Cette stratégie contraint alors les investisseurs recherchant du rendement à se porter acquéreurs de classes d'actifs plus risquées mais offrant encore une rémunération potentielle de long terme significative. La hiérarchie des primes de risques entre les différentes classes d'actifs est donc structurellement faussée par l'action des banques centrales



L'assainissement financier à l'initiative des États-Unis

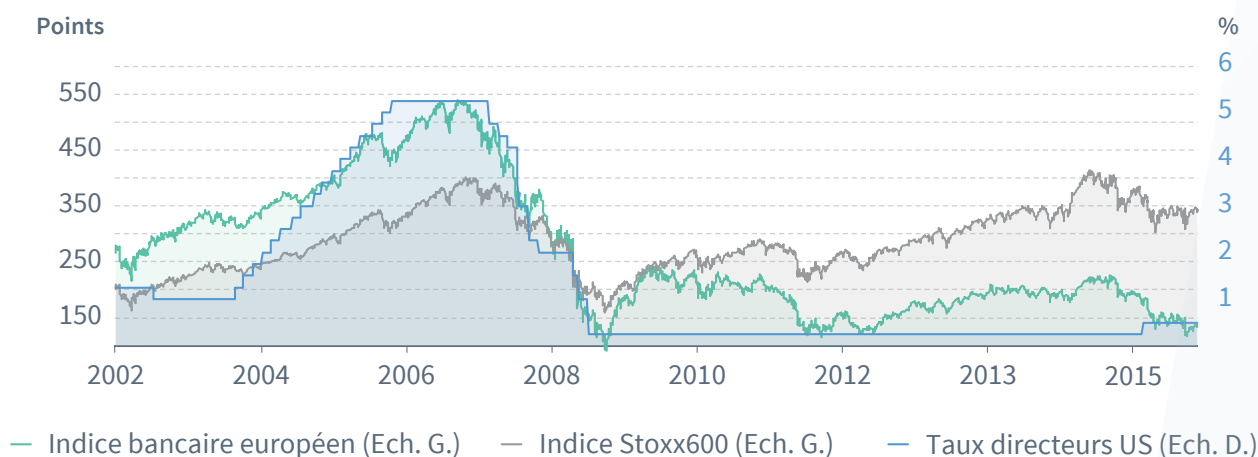
Parce que le cycle économique américain est plus mature que celui de nombreux pays et que son système bancaire a été fortement remanié depuis la crise des «subprimes», la Banque Centrale américaine (FED) s'interroge sur l'opportunité et le moment afin de relever une seconde fois ses taux directeurs. En effet, le patrimoine des ménages bénéficie de marchés financiers aux plus hauts et d'une dynamique restaurée du marché immobilier. Par ailleurs, le chômage est désormais quasi incompressible et des hausses de salaires mettent enfin un terme à des années de sacrifices des ménages, d'où une dynamique de consommation plus pérenne. Enfin, malgré quelques à-coups ponctuels, les turbulences financières semblent vite effacées. C'est pourquoi le symposium annuel des banques centrales de Jackson Hole a offert une occasion à Janet Yellen de préparer les investisseurs à une nouvelle hausse des taux. Dans la mesure où la réunion de la FED du 14 décembre serait postérieure à l'élection présidentielle américaine, cette réunion pourrait être une bonne opportunité pour agir de nouveau.

“
Un relèvement des taux directeurs américains pourrait, par effet de contagion, rehausser un peu les rendements des obligations mondiales et restaurer une dynamique de profitabilité aux banques.”

Les banques, médaillés surprise des compétitions paralympiques

Pire performance sectorielle en 2016, le secteur bancaire pourrait paradoxalement bénéficier de la perspective d'une inflexion de la politique monétaire américaine. En effet, l'une des appréhensions majeures des investisseurs à l'encontre de ce secteur est sa vulnérabilité aux taux d'intérêts négatifs, ces derniers asphyxiant la rentabilité des banques. Un relèvement des taux directeurs américains pourrait, par effet de contagion, rehausser un peu les rendements des obligations mondiales et restaurer une dynamique de profitabilité aux banques. Si tel était le cas, certains poids lourds sectoriels tel que l'énergie pourraient

en revanche essayer des prises de bénéfices dans la mesure où les matières premières souffriraient certainement d'un regain de vigueur du Dollar. Sans même présumer de la tendance haussière ou baissière des marchés d'actions, le relèvement des taux directeurs américains pourrait être à l'origine de rotations significatives des allocations des investisseurs.



Sources : Bloomberg, WeSave

Macro-économie

- Le taux d'utilisation des capacités mesure la différence entre la production effective et la production potentielle d'une économie, c'est donc un indicateur des tensions pesant sur l'outil de production d'un pays.
- L'utilisation des capacités augmente généralement avec la croissance de la demande pour un produit, c'est donc un signal souvent pertinent de dynamique des débouchés des entreprises.
- La remontée du taux d'utilisation des capacités pourrait présager d'une reprise graduelle de l'investissement puisque durant les dernières années, seuls des investissements de remplacement ou de productivité ont été réalisés, et non pas ceux de capacité.
- Au-delà d'un seuil, le taux d'utilisation des capacités est même un indicateur avancé de l'inflation future puisque l'inflation accompagne généralement la dynamique conjoncturelle.

Conséquence pour les portefeuilles

La croissance économique aux Etats-Unis pourrait être plus forte si l'investissement reprenait enfin, puisque c'est l'un des rares contributeurs décevants au PIB durant les dernières années. La hausse du taux d'utilisation des capacités pourrait signaler une reprise à venir de l'investissement et conforter le très faible niveau de chômage du pays. La croissance américaine semble donc être modérée mais pérenne.



Taux d'utilisation des capacités aux USA (en %)



— Taux d'utilisation des capacités aux USA

Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

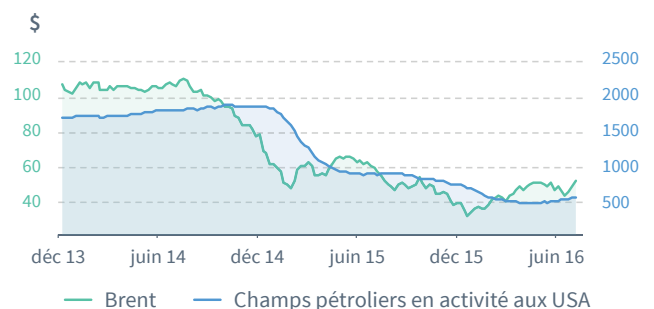
- Dans un contexte de croissance économique mondiale modérée et où, du fait de la crise, les agents économiques ont réalisé de gros efforts afin de réduire leur consommation énergétique, la progression de la demande pétrolière est dès lors modeste.
- Du côté de l'offre, des investissements passés excessifs induisent fréquemment l'existence de stocks qui ne font qu'aggraver des productions déjà excédentaires.
- Certains chocs ponctuels (géopolitique au Nigeria, incendies de fort McMurray au Canada) ont limité la production pétrolière début 2016 et donc soutenu les prix pétroliers.
- Le rebond des cours du pétrole depuis le début d'année incite les producteurs de schistes bitumineux américains à réactiver avec 4-5 mois de décalage des champs pétroliers qui avaient été mis en sommeil provisoirement car n'étant plus rentables.
- Le surcroît de production américain risque de neutraliser les efforts de l'OPEP qui cherche à limiter la production mondiale afin de préserver la tendance haussière du pétrole en cours.

Conséquence pour les portefeuilles

Si le rebond des prix pétroliers a été très fort début 2016, les reprises d'activité sur certains champs pétroliers américains laissent présager d'un surcroît de production nuisible aux prix pétroliers. Tant que la demande énergétique internationale ne sera pas plus puissante, les excès d'offre brideront les cours du pétrole. Une bande de fluctuation entre 40\$ et 50\$ semble se mettre en place pour la fin 2016, prix d'équilibre qui semblent satisfaisants pour les producteurs comme pour les consommateurs.



Brent et nombre de puits pétroliers actifs aux USA

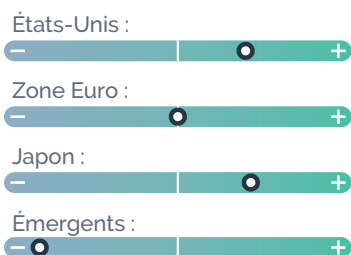
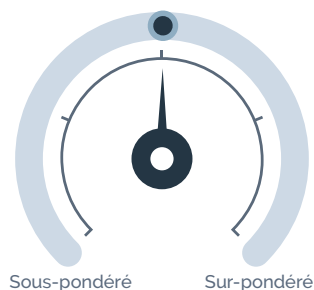


— Brent — Champs pétroliers en activité aux USA

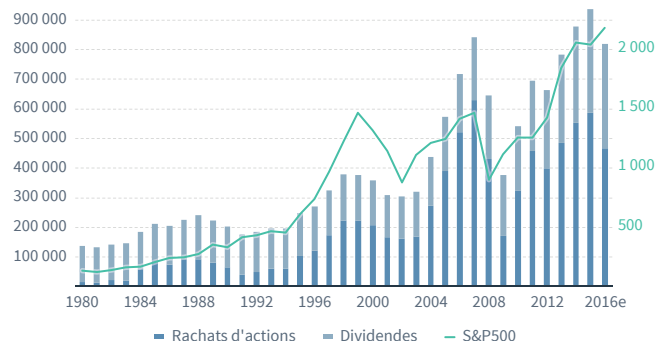
Sources : Bloomberg, WeSave



Actions



Rachats d'actions et Dividendes (en M\$)



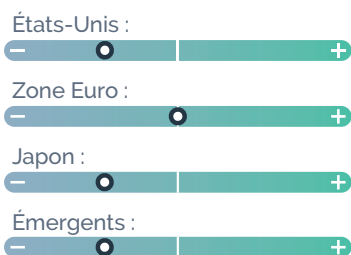
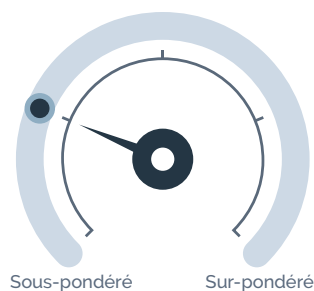
Sources : Standard&Poor's, WeSave

Le décrochage des marchés d'actions consécutif au Brexit a été intégralement effacé grâce aux discours accommodants de plusieurs banques centrales, à des publications trimestrielles solides, et enfin du fait de statistiques économiques plus robustes que ne le présentaient certains scénarios. Toutefois la perspective

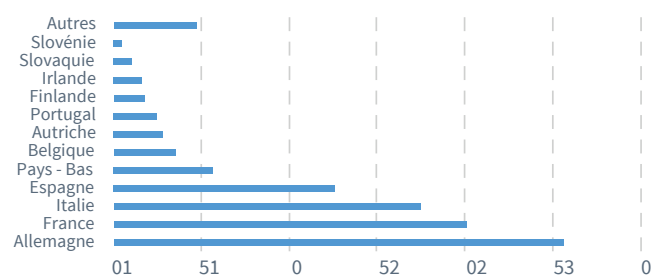
d'une seconde remontée des taux directeurs américains, ainsi que plusieurs rendez-vous politiques internationaux importants (cf. référendum en Italie, élections présidentielles aux États-Unis) pourraient contenir la hausse des actions, la dynamique économique mondiale restant par ailleurs modérée.



Obligations souveraines



Clé de répartition du Quantitative Easing de la BCE (en %)



Sources : BCE, WeSave

En dépit de l'important rebond des marchés d'actions suite au «Brexit», les obligations souveraines n'ont en revanche vu leurs rendements que très peu rehaussés. Ceci signale probablement une prudence persistante des investisseurs, dans un contexte où les chocs politiques restent fréquents (cf. tentative de coup d'État en Turquie). Toutefois, aux États-Unis, un chômage désormais à peu près incompressible et une progressive remontée d'inflation imposent une seconde hausse des taux directeurs au pays d'ici la fin d'année. C'est pourquoi, en tactique, nous maintenons notre sous-pondération aux obligations souveraines.

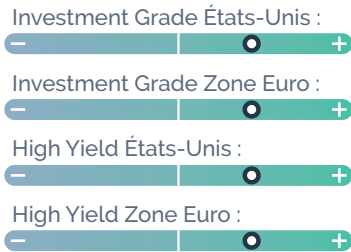
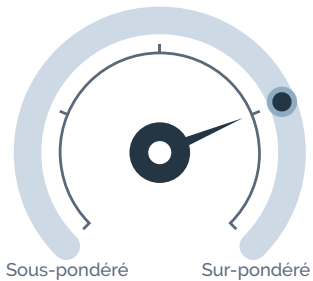
Bilan total de la BCE (en Mds €)



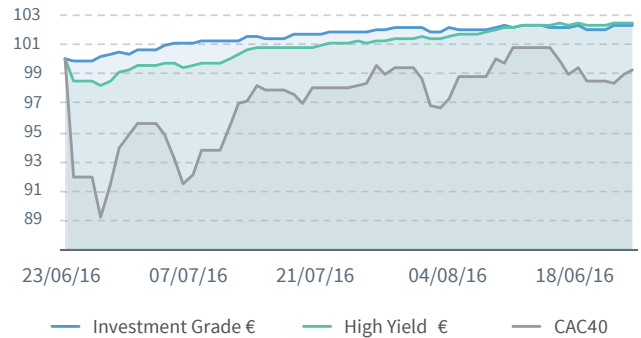
Sources : BCE, WeSave



Obligations d'entreprises



Performances comparées des obligations d'entreprises et du CAC40 (Base 100=23/06/2016)



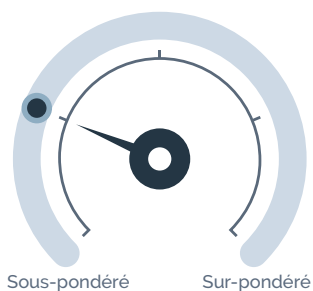
Sources : Bloomberg, WeSave

Si l'actuel cycle économique mondial est moins intense que lors des précédentes décennies, les entreprises cotées bénéficient toutefois d'un contexte financier particulièrement favorable. En effet, du fait de politiques monétaires très accommodantes, l'accès à des financements peu onéreux est aisé. De plus, depuis la crise des subprimes, les efforts

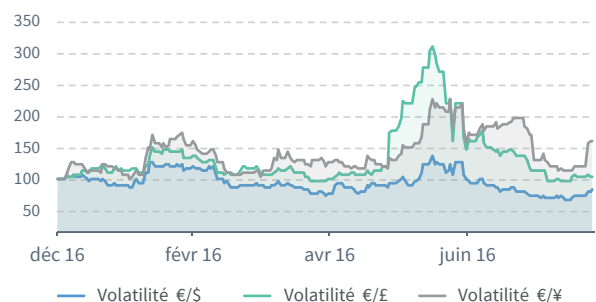
d'économies sont constants, d'où des bilans confortables et une bonne solvabilité des entreprises, même pour celles notées «High Yield». Parce que la volatilité des actions reste forte, les obligations d'entreprises sont un compromis satisfaisant pour l'épargnant en quête de rendement.



Devises



Volatilité de l'Euro contre Dollar, Livre Sterling et Yen (Base=100 31/12/2015)



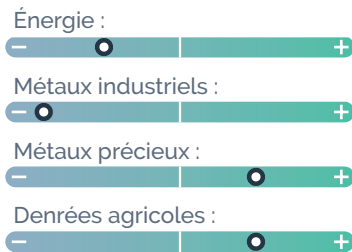
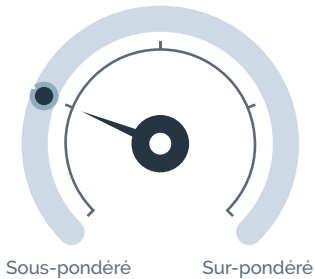
Sources : Bloomberg, WeSave

Du fait du «Brexit», la Banque d'Angleterre a dû adopter une politique monétaire accommodante afin de soutenir la croissance du pays, entretenant la faiblesse de la Livre Sterling. Pour sa part, la Banque du Japon tergiverse, mais la perte de compétitivité du pays due à la force du Yen devrait l'inciter à de nouveaux gestes accommodants. La BCE devrait

prolonger, voire intensifier son «quantitative easing». Suite à la réunion de Jackson Hole, la FED se distingue en laissant entendre qu'une seconde hausse de ses taux directeurs est probable d'ici la fin d'année, ce qui devrait conforter la vitalité du Dollar face aux grandes devises.

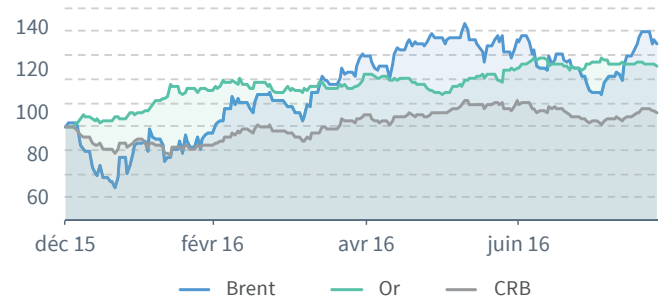


Matières premières



Parce que les prix des matières sont souvent inversement corrélés au comportement du Dollar, le rehaussement à venir des taux directeurs américains devrait se traduire par un regain de vigueur du billet vert et donc par une moindre dynamique des prix des matières premières. Par ailleurs, les rééquilibrages entre offre et demande énergétique ou de

Indice composite des matières premières, pétrole et or (base=100 31/12/2015)

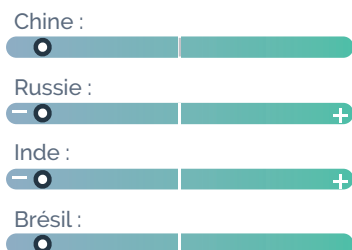
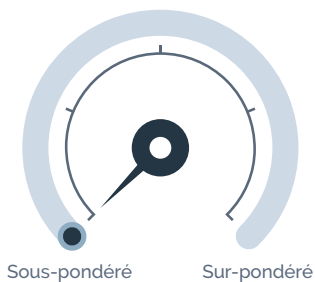


Sources : Bloomberg, WeSave

métaux industriels semblent délicats du fait d'excédents de capacités et de stocks d'inventures. Le contexte économique et politique actuel restant trouble, l'or pourrait pour sa part continuer de tirer parti de son statut d'actif refuge, d'où notre surpondération tactique sur cet actif.

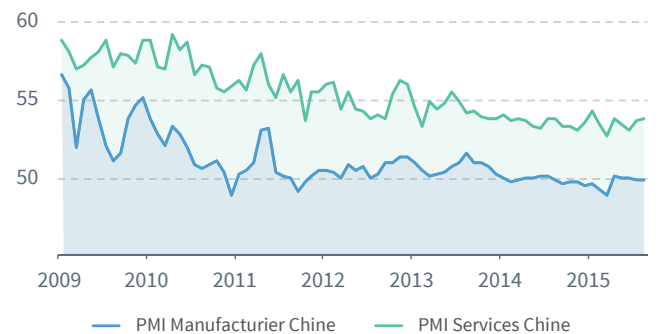


Émergents



Le rebond des prix des matières premières depuis le début d'année a soulagé bien des producteurs, tout particulièrement parmi les pays émergents. Toutefois le probable rebond à venir du Dollar (cf. hausse des taux de la FED) et le «Brexit» pourraient, par effet de contagion, émousser la croissance des pays émergents. Enfin, l'influence de la croissance

Indicateurs d'activité économique en Chine

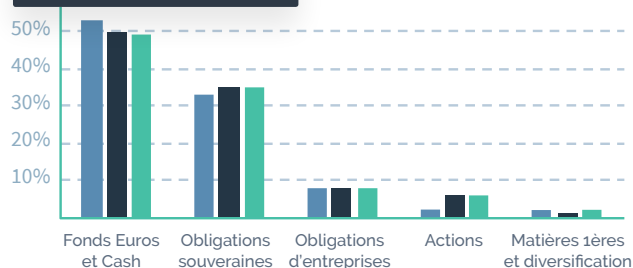


Sources : Bloomberg, WeSave

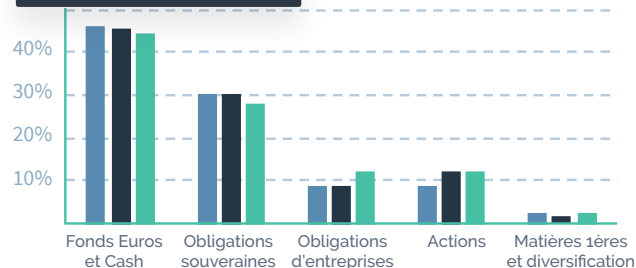
économique chinoise reste déterminante pour la plupart de ces pays. Parce que le tassement économique chinois reste inéluctable et que la dévaluation graduelle du Yuan dégrade la compétitivité de nombreux pays émergents, nous préférons rester sous-pondérés sur cette classe d'actifs.

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

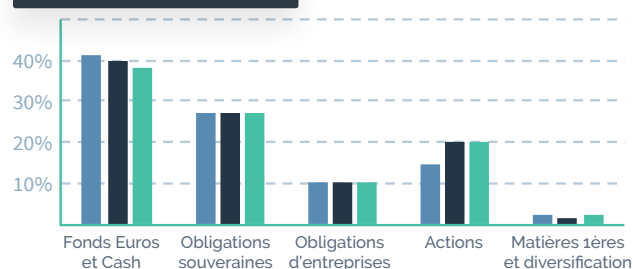
Profil 1 - Prudent



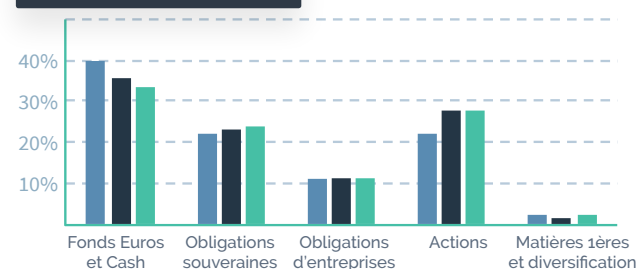
Profil 2 - Prudent



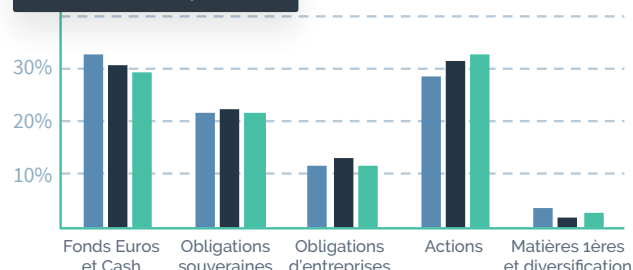
Profil 3 - Défensif



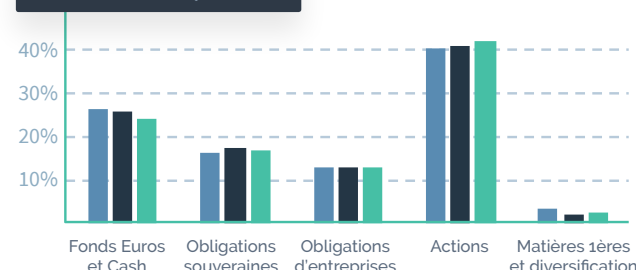
Profil 4 - Défensif



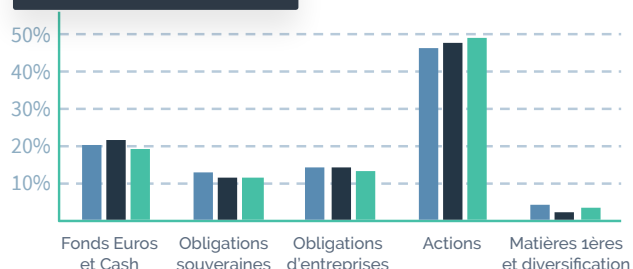
Profil 5 - Équilibré



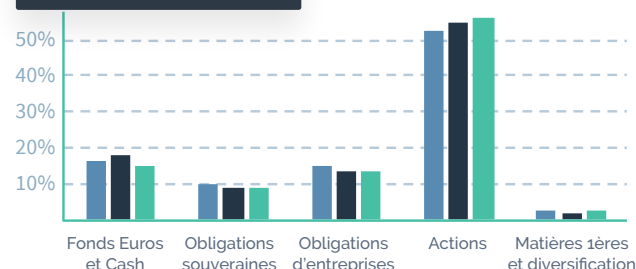
Profil 6 - Équilibré



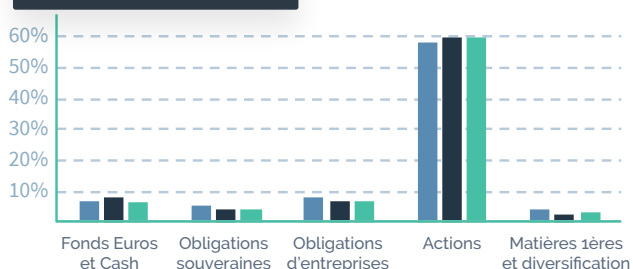
Profil 7 - Offensif



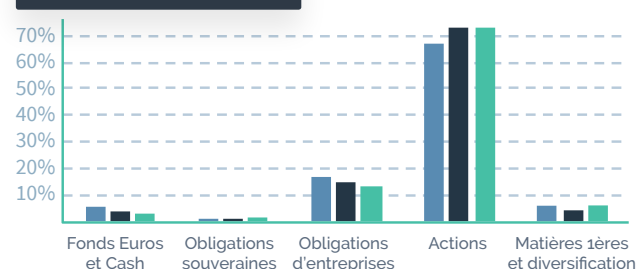
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif





Teddy Bear

Il existe plusieurs indicateurs que l'on peut suivre pour tenter de détecter une crise ou un retournement de marchés financiers. La volatilité des marchés, plus précisément la volatilité implicite des marchés d'actions (VIX pour les marchés américains, VSTOXX pour les marchés européens, etc.), est très souvent utilisée comme mesure de stress dans les marchés.

Une des limites de la volatilité implicite comme mesure de sentiment de marché provient du fait qu'elle s'appuie uniquement sur les marchés d'actions pour être calculée. Elle néglige totalement le marché obligataire. Une alternative, elle aussi très souvent utilisée, est l'écart entre le taux interbancaire (taux auquel les banques se prêtent entre elles – taux incluant une prime de risque due au risque de défaut des banques) et le taux d'intérêt auquel l'Etat américain emprunte à 3 mois (taux d'intérêt considéré comme sans risque – l'Etat américain ne devrait pas faire faillite dans les 3 prochains mois). On appelle cet indice le TED spread.

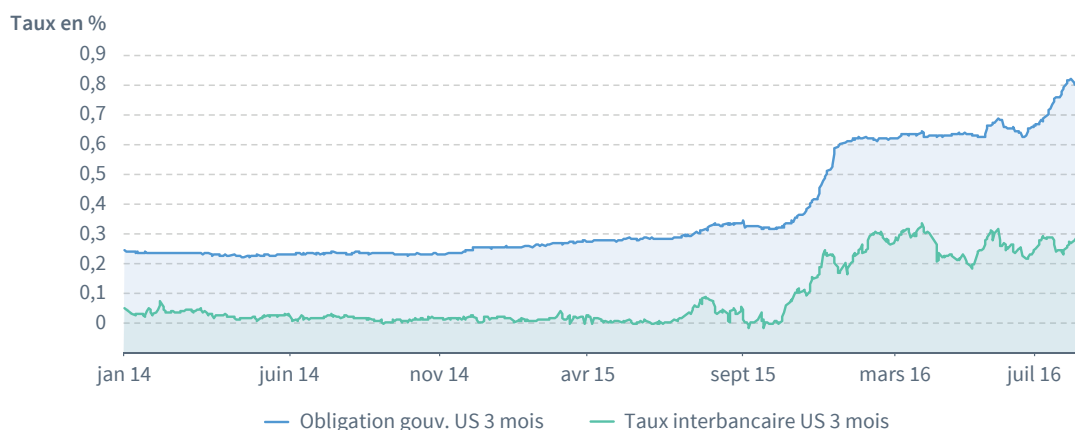
L'interprétation de cet indicateur est assez simple, plus il augmente, plus les tensions sur le marché interbancaire sont importantes et donc que les investisseurs favorisent les obligations d'Etat supposées moins risquées. Ainsi, un TED spread très élevé peut signaler une crise en cours ou la menace d'une crise imminente, et donc des marchés financiers baissiers.

Aujourd'hui, le TED spread est égal à 53,44 points de base, son niveau le plus élevé depuis janvier 2012 indiquant un stress. En analysant cet écart en détail, c'est la composante interbancaire qui augmente très rapidement tandis que la composante obligation souveraine reste relativement stable. La composante interbancaire est à son niveau le plus élevé ce qui indique que les banques elles-mêmes anticipent une probabilité très élevée d'un défaut de l'une ou de plusieurs d'entre elles.

Ce niveau de risque anticipé est probablement trop élevé. En effet plusieurs facteurs rassurants sont à prendre en compte. Comme nous le mentionnons dans la section « l'éclairage du gérant », une hausse des taux directeurs par les Banques centrales pourraient paradoxalement avoir un effet positif sur la qualité du bilan des banques. De plus, le niveau des réserves de liquidité déposées par les banques auprès des différentes Banques centrales sont très élevées ce qui leur assure un coussin de liquidité en cas de crise. À la Banque centrale américaine, les banques commerciales ont déposé, depuis fin 2008, 2500 milliards de dollars (l'équivalent du PIB de la France !).

Ainsi, malgré le niveau élevé du TED spread, un éventuel défaut d'une banque ne devrait pas avoir un effet systémique et entraîner avec lui l'ensemble des marchés financiers.

Le TED spread en détail



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 29 Août 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.