

NUMÉRO 10

— MARS 2017

L'Éclaireur

Le point mensuel des gérants de WeSave.fr

wesave.fr
investissons l'avenir

SOMMAIRE

02 L'éclairage du gérant
05 Points macro 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.

L'ÉCLAIRAGE DU GÉRANT

Mars 2017



Tribut à un économiste méconnu : Michel Audiard.

« **C'est une habitude bien française que de confier un mandat aux gens et de leur contester le droit d'en user !** » (*Le Président – 1961*)

Comme un rituel, chaque élection présidentielle conduit à se reposer la question de la stratégie économique qu'il conviendrait de mener et du contrat social qui y serait associé. Déficit budgétaire, déficit commercial, dette/PIB proche des 100%,... l'inventaire simplifié parle hélas de lui-même : la France DOIT se réformer en urgence !

« **Les conneries, c'est comme les impôts, on finit toujours par les payer !** » (*Le Cave se rebiffe – 1961*)

Le suffrage populaire s'exprimera quant au modèle de société finalement retenu. Il reviendra alors au prochain locataire de l'Élysée de trouver l'appui parlementaire lui permettant de mettre en

œuvre sa politique, tâche qui devrait s'avérer délicate. De surcroît, les marges de manœuvre financières résiduelles sont désormais limitées, d'autant que la remontée des taux d'intérêt accroît la charge de remboursement de la dette. Le périmètre des activités de l'Etat doit donc être réexaminé de façon à déterminer quelques axes prioritaires : le recentrage autour des missions régaliennes devrait s'imposer. Ainsi, la répartition des attributions entre le secteur privé et le secteur public devrait-elle devenir un enjeu de la campagne présidentielle : faut-il privatiser ou au contraire procéder à certaines nationalisations stratégiques ?

“ **L'Etat doit savoir pourquoi il est actionnaire, il convient de mieux encadrer la fonction d'actionnaire, et de limiter les interventions en capital au strict nécessaire** ”



« Entre l'intérêt national et l'abus de confiance, il y a une marge ! » (Le Président – 1961)

Le jugement très critique de la Cour des Comptes éclaire déjà en partie ce débat : « Le mode d'intervention de l'Etat continue de présenter des faiblesses chroniques qui pèsent comme autant de risques sur sa capacité à prendre les bonnes décisions ». Les conflits d'objectifs récurrents et la

médiocrité des performances du portefeuille public (cf. tableau joint) incitent à engager une réflexion approfondie quant à la légitimité de certaines participations capitalistiques. « L'Etat doit savoir pourquoi il est actionnaire, il convient de mieux encadrer la fonction d'actionnaire, et de limiter les interventions en capital au strict nécessaire » sont ainsi les principales recommandations de la Cour des Comptes.

Participations de l'État dans les entreprises cotées au 31 déc. 2016

Taille du portefeuille et performance globale

13

participations cotées

59,7 Md€

-4,81%

sur 1 an (CAC 40 : +4,86)

Part détenue par l'État en %	Valorisation part de l'Etat au 31/12/2016 (en Mds €)	Évolution en 2016 (en %)
84,9	EDF 17,334	-21,67
32,8	ENGIE 9,681	-25,76
13,5	ORANGE 5,184	-6,39
50,6	ADP 5,098	-5,04
10,9	AIRBUS 5,293	-0,27
26,4	Thales 5,159	34,11
19,7	Renault 4,923	-8,77
15,4	Safran 4,394	7,97
13,7	Peugeot 1,723	-3,96
28,8	Areva 0,475	-20,70
17,6	Air France 0,273	-26,30
1,1	CNP 0,133	41,48
5,7	Dexia 0,001	-77,33

Sources: APE, calculs WeSave

« Quand on parle pognon, à partir d'un certain chiffre, tout le monde écoute ! » (Le Pacha – 1968)

90Mds € sont gérés par l'Agence des Participations de l'Etat (APE), les 2/3 étant cotés en bourse. Le portage de ce portefeuille a rapporté 4.9Mds € de dividendes à l'Etat, y compris ceux versés en actions. Mais 11Mds € d'actifs ont encore

été acquis pour 2.3Mds € de cessions, soit 8.7Mds € d'achats nets. Sachant qu'en France en 2016 les dépenses publiques représentent désormais 56% du PIB, il conviendra d'arbitrer entre certaines de ces participations afin de redonner une cohérence de long terme aux actifs détenus par l'Etat. Une vague de privatisations semble alors probable.



Dépenses publiques de la France en % du PIB



Sources : INSEE, WeSave

« Le jour est proche où nous n'aurons plus que « l'impôt » sur les os ! » (*La Chasse à l'homme* – 1964)

La rentabilité financière de court terme n'est toutefois bien souvent pas une préoccupation clé pour l'Etat. L'ampleur de certaines mises de fonds, avec des retours sur investissements insuffisants ou trop lointains, justifie que l'Etat engage des dépenses que le secteur privé ne saurait assumer. Ainsi, bien des infrastructures sont indispensables pour assurer la rentabilité des projets de la sphère privée. De même, l'indépendance énergétique, la protection militaire, l'éducation,... sont autant de dépenses que l'Etat prend à sa charge et qui ont des retombées favorables pour les marges, l'investissement, l'emploi du secteur privé. Il y a alors de « bons » déficits publics, et donc de « bons » impôts. C'est pourquoi le consentement ou non à l'impôt est un signal fort quant à la légitimité des dépenses engagées par l'Etat. De ce point de vue, le dernier quinquennat signale qu'une limite est désormais atteinte aux yeux des particuliers et des entreprises qui jugent que le contrat social de long terme n'est plus équilibré.

« C'est jamais bon de laisser dormir les créances, et surtout de permettre au petit

personnel de rêver ! » (*Les Tontons flingueurs* – 1963)

Le profil même des principaux candidats à l'élection présidentielle atteste qu'un nouveau contrat social est à l'évidence souhaité par le peuple. C'est pourquoi l'hypothèse d'une rupture avec l'Union Européenne inquiète tant certains observateurs. Au demeurant, quel que soit celui des candidats qui sera finalement élu en mai 2017, il lui sera très difficile de bénéficier d'un soutien parlementaire satisfaisant. C'est pourquoi, alors même que la France a besoin de se réformer et que le peuple en manifeste la volonté, les réformes structurelles nécessaires pourraient devoir patienter encore durant plusieurs années. Cette situation risque de compliquer encore plus les relations de la France avec le reste du monde, notamment vis-à-vis de l'Union Européenne. Par ailleurs, les créanciers de la France pourraient être moins accommodants en ce qui concerne les conditions de financements à lui accorder. Comme le rappelait très justement Michel Audiard, « **Un financier, ça n'a jamais de remords. Même pas de regrets. Tout simplement la pétache.** » Sans pour autant prendre cette maxime au pied de la lettre, à l'approche de l'élection française, la prudence semble de mise sur les actifs financiers français !

Macro-économie

- Après plusieurs années successives où le rythme d'inflation s'était tassé en zone Euro, celle-ci retrouve finalement une tendance haussière.

- Ce phénomène s'explique en partie par l'effet du rebond depuis un an des prix des matières premières, mais aussi par la bonne tenue du Dollar qui reste la principale devise de facturation des importations de la zone.

- L'amélioration de l'emploi en Europe, et donc des hausses de salaires associées, mais aussi la généralisation des salaires minimums (cf. Allemagne) entretient une dynamique de remontée graduelle de l'inflation interne à la zone.

- Parce que la Banque Centrale Européenne (BCE) a pour principale mission de contrôler l'inflation, elle pourrait donc être amenée à réduire désormais ses soutiens monétaires exceptionnels

Conséquence pour les portefeuilles

Tant que la BCE restait accommodante, la dynamique très favorable qui prévalait sur les obligations souveraines s'imposait. Désormais, la remontée d'inflation devrait peser sur le potentiel des obligations et inciter les investisseurs à se porter plutôt sur les actifs risqués. L'inflation peut par ailleurs profiter aux entreprises si elles savent gérer leur structure de coûts et faire passer des hausses de prix à leurs clients. Dans ce cas particulier, alléger les obligations pour les actions est d'autant plus attrayant.



Prix à la consommation constatés et anticipés (2017 -> 2019) en Zone Euro



Sources : Bloomberg, WeSave

Marchés financiers

- Les « Credit Default Swaps » (CDS) sont des instruments financiers achetés en vue de se protéger contre les risques d'impayés ... c'est donc une police d'assurance.

- Lorsqu'un CDS monte, c'est que le risque de défaillance financière de celui qui a contracté une dette augmente.

- Le niveau actuel du CDS à 5 ans de la France équivaut à une probabilité proche de 5% que le pays fasse défaut sur sa dette d'ici la fin du prochain quinquennat.

- Certains investisseurs, porteurs d'obligations souveraines françaises, veulent donc probablement se couvrir contre le risque de baisse de valeur de leur portefeuille d'obligations.

- Jusqu'à présent, le comportement des CDS des autres pays européens ne signale pour autant pas une crainte d'éclatement future de la zone Euro

Conséquence pour les portefeuilles

Les fondamentaux macro-économiques français bénéficient actuellement d'une dynamique favorable. L'aléa politique est en revanche important car, quel que soit le candidat finalement élu, il sera difficile de trouver un appui parlementaire fort du fait de l'actuelle dispersion des sensibilités politiques en France. Les réformes structurelles que le pays devrait engager seront difficiles à mettre en œuvre. Les investisseurs internationaux pourraient donc durablement infliger une prime de risque aux actifs financiers français



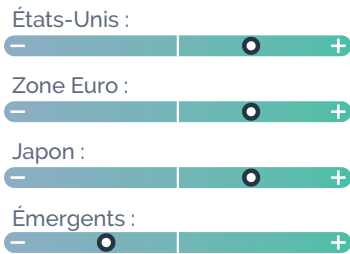
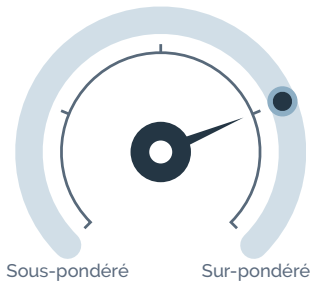
CDS de la France à 5 ans



Sources : Bloomberg, WeSave



Actions



Que ce soient les statistiques macroéconomiques internationales ou encore les publications de résultats trimestriels, les fondamentaux restent actuellement porteurs pour les marchés d'actions. Ainsi, en dépit d'aléas politiques encore nombreux, la volatilité de cette classe d'actifs est actuellement très faible. La proximité de l'élection présidentielle française et les incertitudes que cela peut impliquer pénalisent en relatif les actions françaises,

Différence entre la volatilité des actions européennes (V2X) et américaines (VIX)

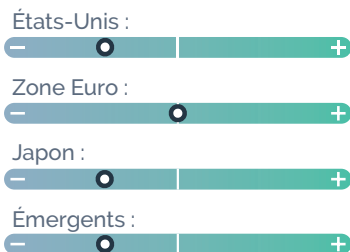
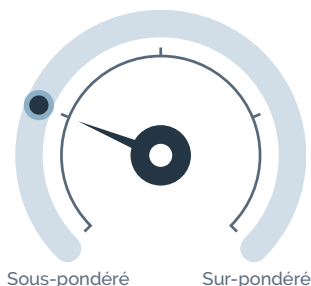


Sources : Bloomberg, WeSave

sans toutefois provoquer de phénomène de contagion aux autres places européennes. La multiplication d'OPA ou de tentatives d'OPA entretient par ailleurs le caractère spéculatif de nombreuses sociétés cotées en bourse. En dépit de la forte hausse récente, nous maintenons notre surpondération sur les actions en ce début d'année 2017.

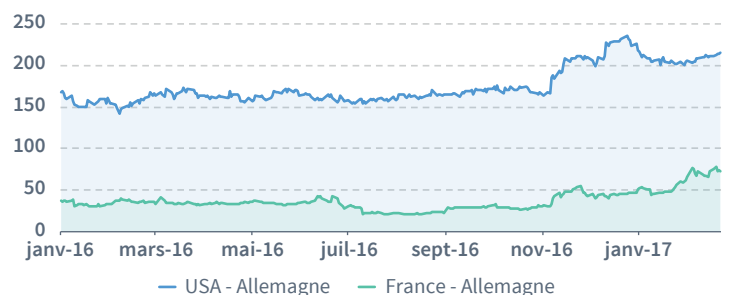


Obligations souveraines



Les tensions inflationnistes qui sont apparues en 2016 semblent se confirmer en ce début d'année. Ainsi, au-delà de l'effet de la remontée des prix des matières premières, les salaires progressent aussi désormais dans plusieurs pays. Par ailleurs, l'hypothèse d'un soutien budgétaire et fiscal fort dans certains pays (Etats-Unis en particulier) devrait impliquer d'émettre bien plus d'obligations pour

Ecart de rendement obligataire souverain à 10 ans France-Allemagne et USA-Allemagne

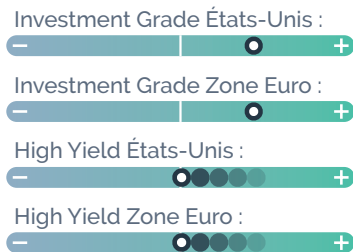
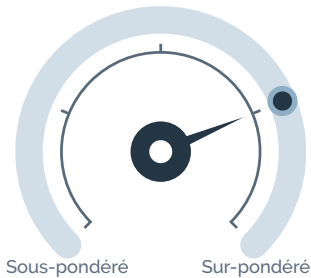


Sources : Bloomberg, WeSave

compenser les dérapages budgétaires que cela induit. C'est pourquoi, le soutien des banques centrales semble moins indispensable. Nous persistons dans notre sous-pondération sur les obligations d'Etat.

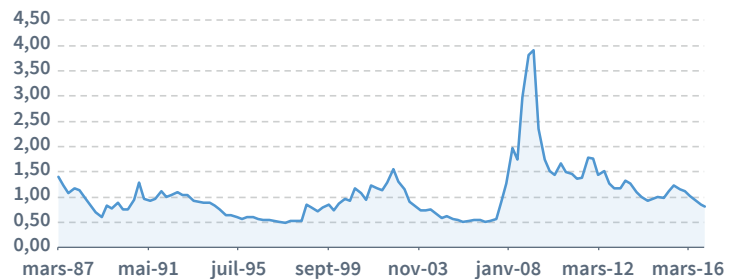


Obligations d'entreprises



La principale rupture que les investisseurs espèrent suite à l'élection de D.Trump est que soit adoptée, grâce à l'appui du Congrès, une forte baisse de la fiscalité sur les entreprises. Si tel est le cas, leur solvabilité est alors dopée, et les créanciers ont donc moins de risques de subir des défauts sur leurs remboursements. De plus, pour éviter une trop grande perte de compétitivité due à cette mesure, de nombreux pays devraient imiter cette initiative

Différence de rendement entre les obligations d'entreprises et les obligations souveraines US

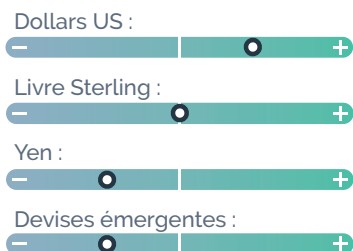
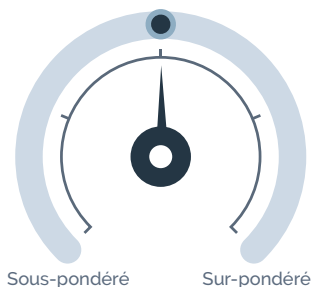


Sources : Bloomberg, WeSave

américaine. Ceci explique le formidable parcours récent des obligations d'entreprises. Toutefois, il n'est plus certain aujourd'hui que le rendement des obligations « High Yield » couvre confortablement les faiblesses bilanciellles de ce type de sociétés. Nous restons favorables aux obligations d'entreprises, mais prenons désormais une partie de nos bénéfices sur le segment « High Yield ».

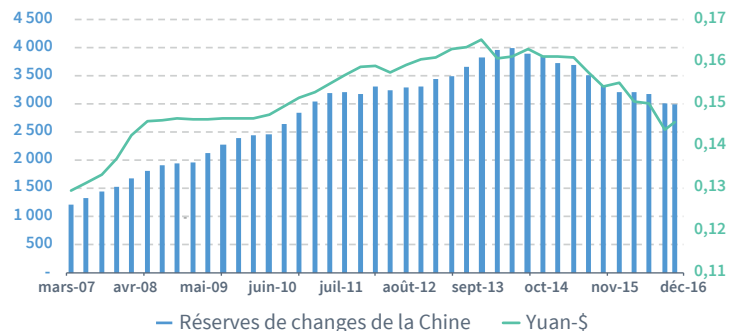


Devises



Les soutiens budgétaires et fiscaux aux Etats-Unis et une reprise de l'inflation devraient accroître l'ampleur et accélérer le calendrier du durcissement monétaire envisagé par la FED. Ceci devrait soutenir le Dollar face aux autres devises. La BCE ayant déjà confirmé la poursuite de son « quantitative easing », elle ne devrait infléchir son discours

Réserves de changes de la Chine en \$ et Yuan-\$

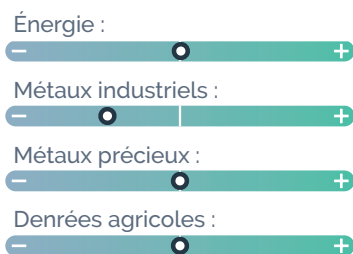
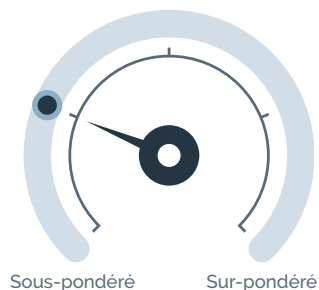


Sources : Bloomberg, WeSave

accommodant qu'à l'approche de l'été. La livre Sterling devrait osciller en fonction de l'avancée des négociations du Brexit et du probable essoufflement économique du pays. La forte volatilité persistante des devises émergentes (cf. Peso mexicain, Livre turque,...) incite à privilégier plutôt les grandes divises.

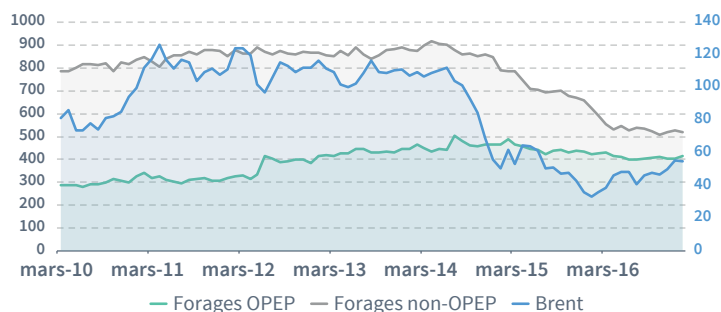


Matières premières



Après une forte accélération des prix pétroliers suite à l'accord entre pays OPEP et non OPEP fin 2016, les investisseurs semblent désormais attendre que ces engagements soient confortés par des faits tangibles, d'où l'actuelle stabilisation de ces prix. En revanche, les métaux industriels bénéficient des espoirs d'une accélération économique et des soutiens spécifiques envisagés au secteur des infrastructures par

Forages pétroliers et prix du pétrole

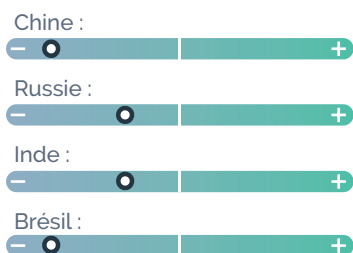
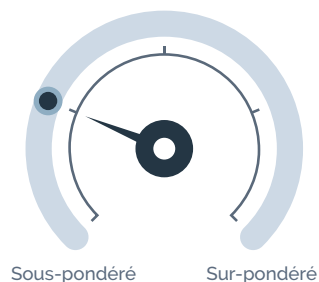


Sources : Bloomberg, WeSave

l'administration Trump. L'attrait pour les métaux précieux reste fonction du comportement du Dollar et des taux d'intérêts réels. Après une année 2016 difficile, les prix des denrées agricoles retrouvent une dynamique favorable.



Émergents



L'appétit des investisseurs pour les actifs financiers émergents semble reprendre en début d'année 2017, alors que l'élection de D.Trump avait provoqué une brusque vague vendeuse. Pourtant, suite à sa prise de fonctions, ce dernier a confirmé sa volonté de remettre à plat les modalités des échanges commerciaux entre les Etats-Unis et le reste du monde. Parce que cet éventuel isolationnisme américain

Rendement obligataire souverain des pays émergents (en \$)

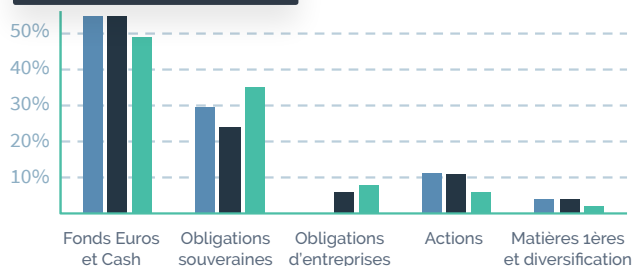


Sources : Bloomberg, WeSave

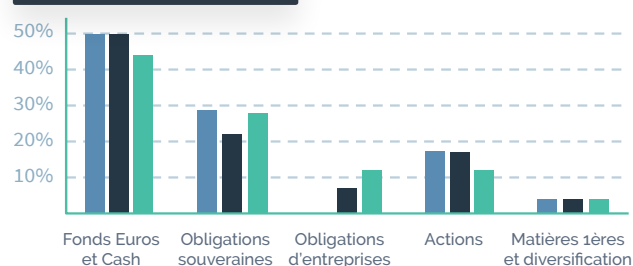
pourrait être contagieux et pourrait asphyxier les échanges internationaux, ce manque de visibilité incite à la prudence. Nous persistons dans notre sous-pondération sur les marchés émergents mais relevons notre exposition pour des raisons de valorisation.

Comparatifs d'allocations entre Févr. 2017, Mars 2017 et la stratégie long terme. ■ Mars 2017 ■ Févr. 2017 ■ Allocation long-terme

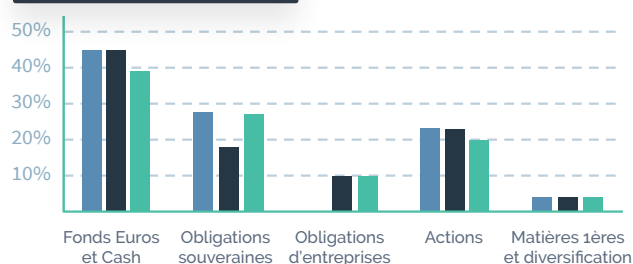
Profil 1 - Prudent



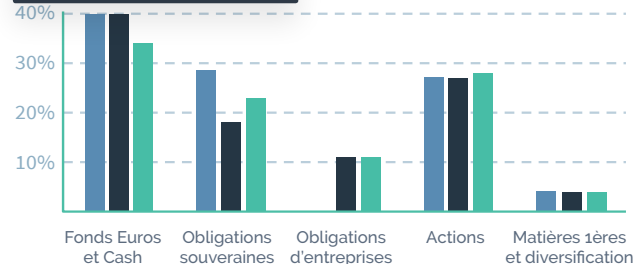
Profil 2 - Prudent



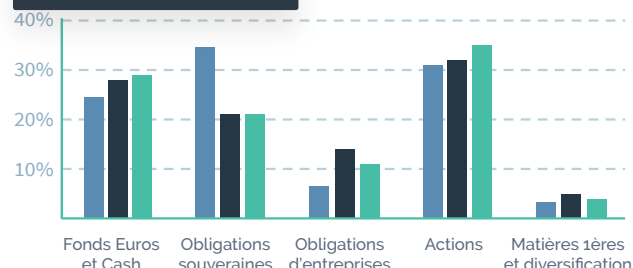
Profil 3 - Défensif



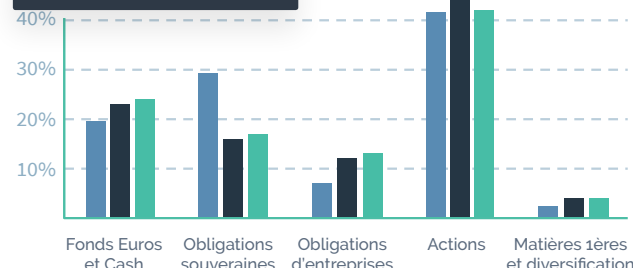
Profil 4 - Défensif



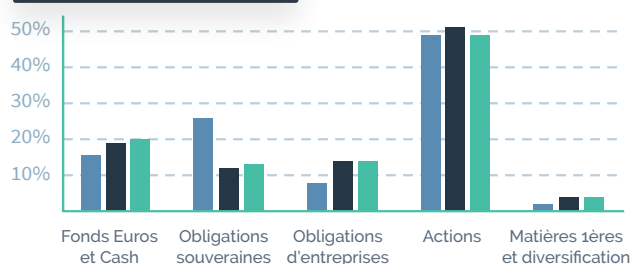
Profil 5 - Équilibré



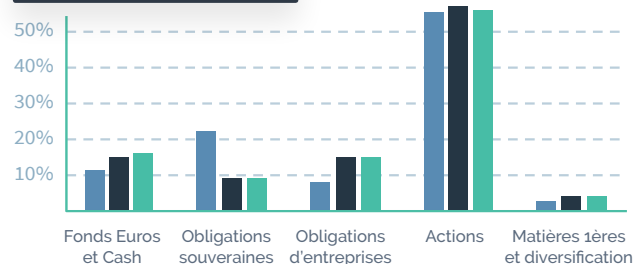
Profil 6 - Équilibré



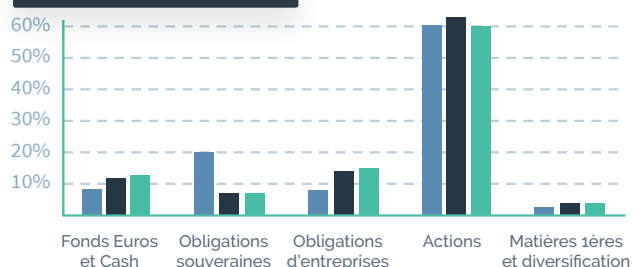
Profil 7 - Offensif



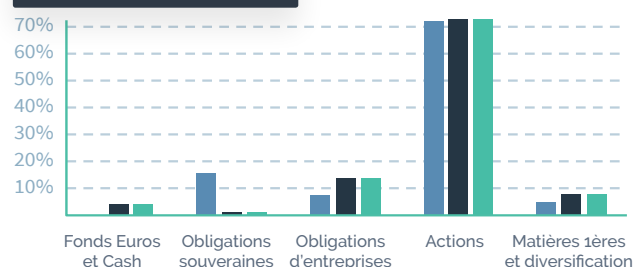
Profil 8 - Offensif



Profil 9 - Agressif



Profil 10 - Agressif





Les ETF et le risque de devises

Certains de nos clients souhaitent faire un point sur la présence dans les portefeuilles WeSave de fonds (ETF) dont le nom comprend les termes « Euro Hedged » (couvert du risque de change).

Lorsque nous investissons sur des marchés étrangers comme c'est le cas des marchés d'actions américains (NASDAQ) ou japonais (NIKKEI), nous exposons une partie des fonds à un risque de variation de la devise contre euro. En effet, comme nous sommes résidents français, l'ensemble des fonds que nous investissons dans des marchés étrangers doivent être rapatriés en euro pour que vous puissiez en bénéficier.

Le rapatriement des fonds en euro a une conséquence importante pour l'allocation d'actifs car la performance d'un indice peut varier du tout au tout selon la devise dans laquelle la performance est exprimée. Comme nous pouvons le voir dans le tableau ci-dessous,

“

Si nous anticipons une amélioration de l'euro face à une autre devise, nous préférons utiliser des ETF couverts du risque de change

”

les différences de performances exprimées en différentes devises sont importantes. Par exemple, sur l'année 2015, le NASDAQ a progressé de 8,43% pour un investisseur américain alors que sur la même période, pour un investisseur européen le NASDAQ a progressé de 20,74%. En 2007, c'est l'investisseur américain qui a connu une performance de +18,67% alors que l'investisseur européen a connu une hausse beaucoup plus faible, atteignant seulement 7,33%.

Grâce à cet exemple, on voit bien que la variation des devises est primordiale à toute allocation d'actifs. C'est là qu'interviennent les ETF dits Euro hedged. Ces fonds permettent à l'investisseur de bénéficier de la variation de l'indice sous-jacent sans risque de change.

Chez WeSave, nous utilisons ces ETF pour implémenter nos anticipations de variations de change. Si nous anticipons une amélioration de l'euro face à une autre devise, nous préférons utiliser des ETF couverts du risque de change. A l'inverse, si nous utilisons une forte baisse de l'euro, nous utilisons des ETF qui ne sont pas protégés du risque de devise afin de profiter pleinement de la variation de la devise qui dans ce cas est positive pour la performance du portefeuille. Enfin, si nous avons une vue mitigée ou pas de vues du tout, nous pouvons combiner l'ETF couvert et le non-couvert pour obtenir une exposition neutre à la devise.

Néanmoins cette protection a un coût. Par exemple, l'ETF iShares S&P500 en dollar coûte 0.4% par an alors que le même ETF mais couvert du risque de change coûte 0.45% par an. A ces coûts directs, il faut également ajouter les coûts liés aux instruments financiers qui sont utilisés pour obtenir la couverture de change. Les instruments qui sont utilisés sont des futurs (ou des forwards) qui ont une date d'expiration. A l'approche de celle-ci, il est nécessaire de vendre ses positions et d'en racheter de nouvelles (on appelle ceci le roll) pour continuer à protéger le risque de change. Cette opération a un coût ou génère un gain selon que racheter de nouveaux contrats coûte plus ou moins cher que ce que la vente des anciens contrats rapporte.



En conclusion, il est important de garder à l'esprit que prédire les mouvements de devises est un exercice difficile (quel que soit l'horizon d'investissement) et que cela affecte grandement les performances finales des investissements. Nous utilisons les ETF couverts du risque de change pour protéger ou faire bénéficier nos portefeuilles des fluctuations de devises. Le risque de change est aussi présent sur les marchés

de matières premières et d'obligations. Concernant les marchés d'obligations, il faut également prendre en compte le contexte de remontée de taux d'intérêt avant d'investir afin d'appréhender correctement l'ensemble des risques (cf. <https://blog.wesave.fr/2016/11/pour-aller-plus-loin/>).

Performances calendaires de différents indices boursiers

	En devise locale					En euro				
	MSCI World	S&P500	Nasdaq	Nikkei	Stoxx 600	MSCI World	S&P500	Nasdaq	Nikkei	Stoxx 600
2007	7,09	3,53	18,67	-11,13	-0,17	-3,14	-6,37	7,33	-15,90	-0,17
2008	-42,08	-38,49	-41,89	-42,12	-45,60	-39,47	-35,71	-39,26	-24,66	-45,60
2009	26,98	23,45	53,54	19,04	27,99	23,63	20,20	49,49	14,57	27,99
2010	9,55	12,78	19,22	-3,01	8,63	17,46	20,92	27,83	18,51	8,63
2011	-7,62	0,00	-2,70	-17,34	-11,34	-4,72	-3,13	-5,92	-10,19	-11,34
2012	13,18	13,41	16,82	22,94	14,37	11,15	11,37	14,72	7,78	14,37
2013	24,10	29,60	34,99	56,72	17,37	18,77	24,04	29,19	23,01	17,37
2014	2,93	11,39	17,94	7,12	4,35	17,29	26,94	34,40	6,96	4,35
2015	-2,74	-0,73	8,43	9,07	6,79	8,30	10,55	20,74	20,37	6,79
2016	5,32	9,54	5,89	0,42	-1,20	8,50	12,85	9,09	7,43	-1,20

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 27 février 2017 - © 2017 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.